

|| 企業調査レポート ||

## ケネディクス

4321 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 3 月 13 日 (水)

執筆：客員アナリスト

**柴田郁夫**

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 沿革	07
3. 企業特長	08
■ 業績動向	09
1. 業績を見るためのポイント	09
2. 収益体系	10
3. 2018年12月期決算の概要	10
4. 2018年12月期における投資実績	13
5. その他トピックス	14
6. 2018年12月期の総括	15
■ 業績見通し	15
■ 成長戦略	17
1. 長期ビジョン	17
2. 中期経営計画	17
■ 過去の業績推移	19
■ ESGへの取り組み	21
■ 株主還元	21

## ■ 要約

### 2018年12月期は計画を上回る大幅な増益を実現。 不動産クラウドファンディングも上々の滑り出し

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。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。メインスポンサーJ-REITの3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、AUM（受託資産残高）は2.0兆円を超える。国内外の機関投資家や年金基金など幅広い投資家層を顧客基盤に持つ。堅調な不動産市況に加えて、同社が目指してきた「ケネディクスモデル」※が本格稼働フェーズに入ってきたことから、ここ数年の業績は順調に拡大基調にある。最近では、ホテルや住宅を対象としたコアファンドの設立のほか、開発ファンドや海外案件など、将来を見据えた新規分野の拡大にも積極的に取り組んでいる。また、新たな不動産投資の仕組みである不動産クラウドファンディング事業についても順調に立ち上がってきた。

※不動産を自ら保有せず、グループで組成・運用するファンドが保有することにより、安定的な収益力を追求する収益モデル。

同社は、2015年に定めた長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」のもと、2018年12月期からは、新たな3ヶ年の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」をスタートした。新中期経営計画は、前中期経営計画の方向性を継承し、「ケネディクスモデルの発展期」と位置付けられている。すなわち、同社の強みである投資案件の組成力と運用力を高め、顧客投資家層を拡大し、「ケネディクスモデル」を多方面に発展・深化させることで、同社の収益基盤を一層強化する。また、機動的な投資と健全な財務体質を維持しながら、資本の有効活用と株主還元の充実を図り、不動産アセットマネジメントのリーディングカンパニーとして企業価値の一層の向上を目指す方針である。定量計画として、ROE（3年平均）10%以上、総還元性向（3年平均）50%以上を掲げている。

2018年12月期の業績は、営業収益が前期比140.5%増の63,372百万円、営業利益が同18.2%増の14,516百万円、経常利益が同19.3%増の13,663百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同17.3%増の12,335百万円とすべての段階利益で増益となった。AUM拡大に伴い、アセットマネジメントフィーを中心とした安定収益が増加したほか、堅調な不動産市況を背景として不動産投資損益も拡大した。また、利益成長に伴う増配や自己株式の取得により総還元性向は93.8%に上り、積極的な株主還元に取り組んでいる。

**ケネディクス** | 2019年3月13日(水)  
 4321 東証1部 | [http://www.kenedix.com/cms/ir\\_top.html](http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html)

要約

2019年12月期の業績予想※について同社は、営業総利益を前期比0.4%増の22,100百万円、営業利益を同0.6%増の14,600百万円、経常利益を同6.9%増の14,600百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同18.1%減の10,100百万円と見込んでいる。営業総利益は、不動産投資事業が減益となるものの、アセットマネジメントフィーを中心とした安定収益の増加によりカバーすることで増益を確保する見通しである。一方、親会社株主に帰属する当期利益が減益となるのは、前期における特殊要因（物件売却の期ずれ等）のはく落や法人税等の増加が理由であり、業績トレンドの後退を示すものではない。したがって、業績の伸びは一旦緩やかになるものの、「ケネディクスモデル」は引き続き順調に進展するものと捉えることができる。また、配当についても、安定収益基盤の確立を踏まえ、中間配当を開始するとともに、前期比8円増配の1株当たり15円（中間7.5円、期末7.5円）に大きく引き上げる予定である。

※同社はアセットマネジメント事業を中心に安定的な収益基盤を有しているが、不動産投資事業については、経済環境や不動産市場等の影響を大きく受ける状況にあり、現状では予測が困難であるため、営業収益の予想を公表していない。

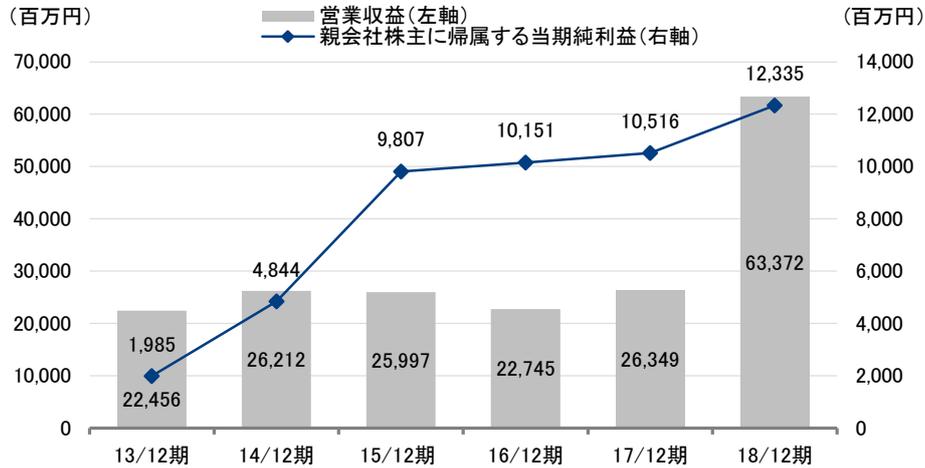
同社の中長期的な成長戦略の軸は、3つのプラットフォーム（メインスポンサー REIT、私募ファンド、不動産クラウドファンディング）をそれぞれ強化するとともに、そこに同社の競争力を足し合わせることにより、AUMの成長（2025年の長期ビジョンとして4兆円）と投資家層の拡大を目指すものである。弊社でも、「ケネディクスモデル」を確立してきた同社にとって、好調な外部環境（投資対象としての不動産への注目度の高まり等）を追い風としながら、持続的な成長を実現することは可能であると評価している。注目すべきは、他社との連携等を含め、AUM拡大や「ケネディクスモデル」の更なる発展に向けた具体的な施策やその道筋にある。独自のポジショニングやビジネスモデルを展開する同社ならではの価値創造に期待したい。

**Key Points**

- ・2018年12月期の業績は堅調な不動産市況を背景として大幅な増益を実現するとともに、積極的な株主還元を実施（総還元性向93.8%）
- ・AUM拡大に伴う安定収益の増加に加えて、不動産投資利益の大幅な拡大が業績の伸びに寄与。2019年1月に開始した不動産クラウドファンディングも上々の滑り出し
- ・2019年12月期も安定収益を軸として高い業績水準を継続する見通しであり、大幅な増配を予定
- ・今後も、3つのプラットフォーム（メインスポンサー REIT、私募ファンド、不動産クラウドファンディング）をそれぞれ強化することにより、AUMの成長と投資家層の拡大を目指す。

## 要約

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### AUM2.0兆円を超える、国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社

#### 1. 事業概要

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、AUMは2.0兆円を超える。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。2019年1月には主に個人投資家を対象とした不動産クラウドファンディング事業も開始。REIT、私募ファンドに続く、第3の事業の柱（プラットフォーム）へと育成する方針である。

#### 会社概要

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」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」、アセットマネジメント事業の成長のために、自己勘定にて不動産投資を行う「不動産投資事業」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。

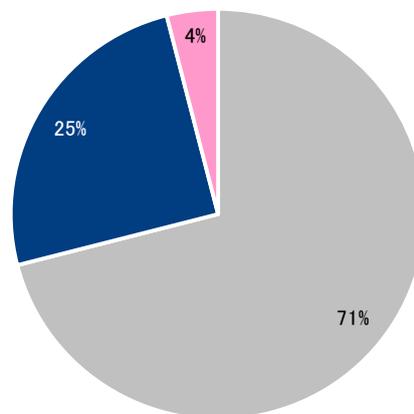
各事業セグメントの概要は以下のとおりである。

#### (1) アセットマネジメント事業

REITや私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、AUMに対しておおむね0.4%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。2018年12月末現在、AUMのうち、REIT（私募REITを含む）が71%、私募ファンドが25%を占める（残り4%は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル46%、賃貸住宅18%、物流施設13%、商業施設12%、その他（太陽光発電所やヘルスケア施設を含む）11%で構成されている。地域別では、東京経済圏が73%を占めており、関西圏が12%、中部圏が5%と続く。

#### 投資家別AUM

■ REIT(私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 連結対象不動産

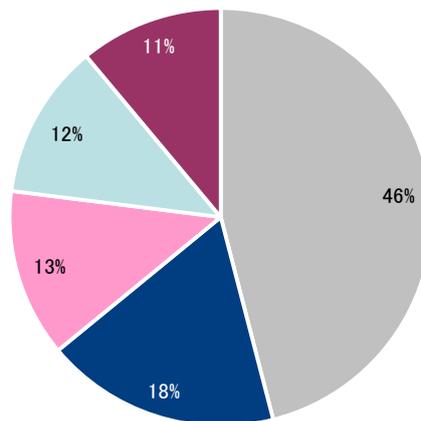


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

アセットクラス別AUM

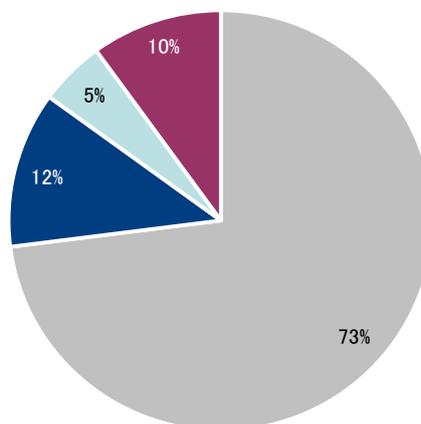
■ オフィスビル ■ 賃貸住宅 ■ 物流施設 ■ 商業施設 ■ その他



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

地域別AUM

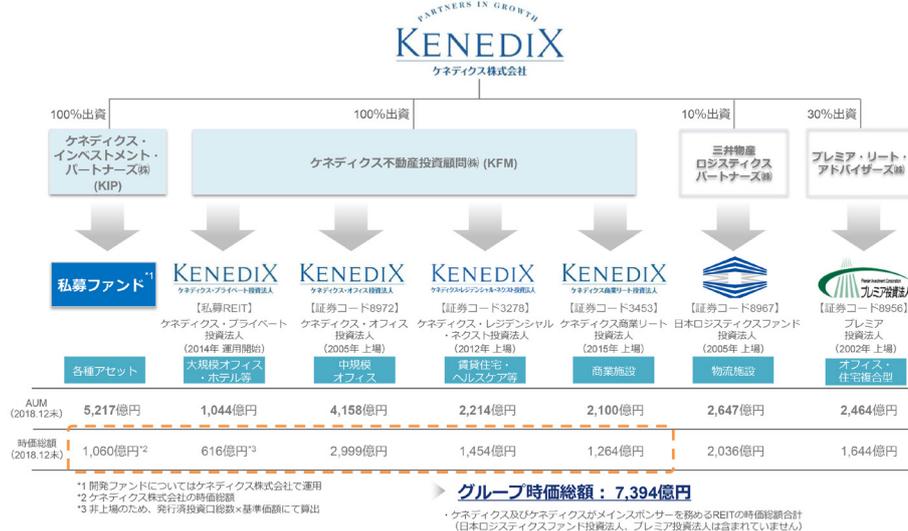
■ 東京経済圏 ■ 関西圏 ■ 中部圏 ■ その他



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 会社概要

## 同社グループの資産管理ビジネス



出所：決算説明会資料より掲載

## (2) 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メント※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。また、2018年3月には、IT及びクラウドワーカーを活用した効率的な滞在型施設運営に強みを持つ（株）SQUEEZEとの資本業務提携を締結。サービスアパートメントの稼働率向上を目指し、ITを駆使した民泊とのハイブリッド運用モデルを開発した。

※ サービスオフィスとは、オフィス機能のほか、ロビーラウンジや会議室などの施設も備えた賃貸オフィスのこと。また、サービスアパートメントは、2週間から滞在可能な家具付きのアパートメントのことである。

## (3) 不動産投資事業

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への一時的な投資（ブリッジ）のほか、ファンドの顧客投資家と本社と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（AUM）の成長を目的とするものである。同社は自己資本（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。

## 不動産投資ファンドの勃興期から参入し、 独立系では国内最大の規模に成長

### 2. 沿革

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、不動産証券化市場の成長とともに、同社の業績も順調に拡大した。2002年2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>と三井住友信託銀行（株）（旧三井信託銀行（株））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AUMは、2010年に1兆円、2017年には2兆円を突破し、順調に拡大してきた。

その間、2012年にケネディクス・レジデンシャル投資法人<3278>（住宅）が上場。2015年にはケネディクス商業リート投資法人<3453>（商業施設）、ジャパン・シニアリビング投資法人<3460>（ヘルスケア関連施設）※の2つのJ-REITを上場させた。

※ ジャパン・シニアリビング投資法人については、2018年3月1日付でケネディクス・レジデンシャル投資法人に吸収合併（それに伴い、ケネディクス・レジデンシャル投資法人はケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人に名称変更）

2015年には、海外投資家の開拓や海外不動産投資等、海外展開の推進を目的としてシンガポール法人を設立すると、2016年にはAmanahRaya REIT（マレーシアREIT）にもスポンサー参加している。また、2019年1月には、REIT、私募ファンドに続く第3の柱（プラットフォーム）として、不動産クラウドファンディング事業を開始した。

## 会社概要

## 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・ジャパン株式会社)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部銘柄に指定
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	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が東京証券取引所上場 7月:ヘルスケア関連施設に特化したジャパン・シニアリビング投資法人上場
2016年	AmanahRaya REIT(マレーシアREIT)へスポンサー参加
2017年	AUMが2兆円を突破
2018年	ケネディクス・レジデンシャル投資法人がジャパン・シニアリビング投資法人与合併し、 ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人に名称変更

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

## AUMの積み上げを実現する仕組みや豊富なラインアップに強み

### 3. 企業特長

#### (1) AUMの積み上げを実現する仕組み

同社のビジネスモデルの特徴は、不動産を自ら保有せず、グループで組成・運用するファンドが保有することにより、安定的な収益力を追求する「ケネディクスモデル」にある。したがって、AUM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ことが業績拡大に結び付く。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AUM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。2.0兆円を超えるAUM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AUMの拡大につながる正の循環が成立していると言える。

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AUMの拡大につながっているところも同社の強みである。

#### 会社概要

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、これまでの経験を生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）を手掛けたとともに、他社との協業などをうまく生かしながら、新たなアセットクラス（ヘルスケア、インフラ等）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。また、2019年1月には、野村総合研究所<4307>との協業により、新しい不動産投資の仕組みである不動産クラウドファンディング事業も順調に立ち上がってきた。

#### (2) 豊富なラインアップ

幅広い投資家層に、豊富なラインア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優位性があったが、AUM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関連施設や太陽光発電所などのインフラも手掛けており、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3つのメインスポンサー REITと1つの私募 REITを運用しており、同社のメインビジネスになっている。

## 業績動向

### 2018年12月期は安定収益が増加するとともに、 堅調な不動産市況を背景に不動産投資損益が大きく拡大

#### 1. 業績を見るためのポイント

一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、保有物件を運用する REIT・ファンドなどに売却することにより得られる売却収入が大部分を占めている。ただ、売却収入は売却するタイミングにより大きく増減する上、必ずしも利益の伸びと連動するものではないため、業績を見る指標としては適切とは言えない。本業（主に手数料収入で稼ぐ不動産ファンドビジネス）における業績指標としては、営業総利益に注目するのが妥当である。ただ、不動産投資事業における損益は、営業総利益として計上されるもののほかに、特別損益（有形固定資産の売却に伴う損益）として計上されるものがあるため、資金調達にかかる支払金利（営業外費用）も合わせて総合的に判断することが必要となる。したがって、総合的な収益力を示す親会社株主に帰属する当期純利益の動きも重要であることは言うまでもない。

なお、同社では、アセットマネジメント事業と不動産関連事業の営業総利益を足し合わせたものから、販管費を控除したものを「ベース利益」として重視しており、同社の安定的な収益力を示す指標となっている。また、不動産投資事業についても、関連する損益を合算した「不動産投資損益」を指標としている。したがって、大まかな捉え方をすれば、同社の親会社株主に帰属する当期利益は、「ベース利益」と「不動産投資損益」によって構成されており、「ベース利益」は AUM に連動して着実に積み上がる一方、「不動産投資損益」は自己資本（約 880 億円程度）の 10% を目標投資リターンとする運用の成果とみなすことができる。

## 2. 収益体系

### (1) 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4つの手数料が収益源となっている。特に、AUM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

アセットマネジメントフィー (運用報酬)	<ul style="list-style-type: none"> <li>不動産等の運用・管理を通して収益を維持・向上させ、資産価値向上を図る</li> <li>保有物件の運用状況を不動産投資家に報告する</li> <li>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</li> </ul>
アキュジションフィー (取得報酬)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>不動産等の取得の際、取得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</li> </ul>
インセンティブフィー (成果報酬)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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を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</li> </ul>
ディスポジションフィー (譲渡報酬)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>物件売却の際、売却価格に対し一定料率を掛けて算出されるフィーを受領する</li> </ul>

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

### (2) 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。

### (3) 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。また、前述のとおり、不動産投資事業における損益は、営業総利益として計上されるもののほかに、特別損益として計上されるものがあるため、資金調達にかかる支払金利と合わせて総合的に判断する必要がある。

## 3. 2018年12月期決算の概要

2018年12月期の業績は、営業収益が前期比140.5%増の63,372百万円、営業利益が同18.2%増の14,516百万円、経常利益が同19.3%増の13,663百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同17.3%増の12,335百万円とすべての段階利益で増益となった。増額修正予想（2018年8月10日付）に対してもさらに上回る着地となっている。また、2018年12月末のAUMについても前期末比4.7%増の2兆983億円と堅実な伸びを実現した。

**ケネディクス** | 2019年3月13日(水)  
 4321 東証1部 | [http://www.kenedix.com/cms/ir\\_top.html](http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html)

業績動向

トップライン（営業収益）の伸び率が特に大きいのは、物件売却が順調に進んだことに加えて、会計技術的な要因<sup>※</sup>が影響していることにも注意する必要がある。また、同社本来の業績の伸びを示す営業総利益も前期比14.7%増の22,014百万円と順調に伸びている。その最大の理由は、「不動産投資事業」において不動産売却益が大きく積み上がったことによるものである。不動産市況が堅調に推移しているなかで、売却価格が想定を上回ったことに加え、前期からの期ずれや追加的な物件売却も大幅な増益に寄与した。一方、「アセットマネジメント事業」が減益となったのは、AUM拡大に伴って安定収益であるアセットマネジメントフィーが順調に伸びているものの、インセンティブフィーやその他（アレンジメントフィー等）の一時的なスポットフィーが減少したことが理由である。もっとも、計上区分の振り替え（スポットフィーの一部を不動産売却損益として計上）があったことも影響しているようだ。また、「不動産関連事業」についても、プロパティマネジメント事業の拡大やサービスアパートメント事業の稼働率改善により着実に伸びている。

<sup>※</sup> 投資案件の計上区分の変更に伴い、不動産売却損益を営業収益（グロス）に計上する物件が増加したことによる。この背景には、これまで有形固定資産として計上していた物件を棚卸資産に振り替えた（投資目的に即した区分に見直した）ことがある。有形固定資産からの売却は、売却損益を特別損益（ネット）に計上するが、棚卸資産からの売却の場合は、売却高を営業収益（グロス）として計上するためであり、親会社株主に帰属する当期利益にはどちらで処理しても影響はない。ただ、注意しなければいけないのは、計上方法の違いによって営業収益に対する利益率には影響が出るため、同社の場合は利益率を業績指標として使用するのには適切ではない。

損益状況の全体を俯瞰すると、重視する利益指標である「ベース利益」は前期比35.6%減の4,315百万円と減益となっているが、前述のとおり、一時的なスポットフィーの減少（計上区分の振り替えを含む）によるものであり、アセットマネジメントフィーを中心とした安定収益が順調に伸びているところは評価すべきポイントである。一方、「不動産投資損益」については、堅調な不動産市況を背景として、前期比139.2%増の11,781百万円と大きく拡大した。

AUMは、前述のとおり、前期末比949億円増の2兆983億円（同4.7%増）と堅実な伸びとなったが、そのうち、ベースAUMについても、物件取得競争が厳しいなかで、大型私募ファンドの解約等があったものの、メインスポンサーREITや私募ファンドの伸びにより前期末比1,003億円増の1兆4,735億円（同7.3%増）に増加した。特に、メインスポンサーREITについては、ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人がジャパン・シニアリビング投資法人との合併や公募増資の実施により大きく拡大。また、私募ファンドについても、国内外の大手機関投資家の強いニーズにけん引され、各種コアファンドの設立（ホテルや住宅等）により増加基調が続いている。

財務面では、連結対象不動産の売却（コアファンドの組成に伴う物件供給等）が順調に進んだことにより、総資産は前期末比0.9%減の188,983百万円に若干減少。また、自己資本についても積極的な株主還元（配当及び自己株式の取得）により前期末とほぼ同水準の92,035百万円にとどまったが、自己資本比率は48.7%（前期末は48.2%）と若干改善している。

**ケネディクス** | 2019年3月13日(水)  
 4321 東証1部 | [http://www.kenedix.com/cms/ir\\_top.html](http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html)

業績動向

**2018年12月期の損益の状況**

(単位：百万円)

	17/12期 実績	18/12期 実績	増減		18/12期 通期予想		達成率 (修正後)
				増減率	修正前	修正後	
営業収益	26,349	63,372	37,023	140.5%	56,700	62,400	+1.6%
営業総利益	19,193	22,014	2,821	14.7%	19,400	21,400	+2.9%
販管費	6,907	7,498	591	8.6%	7,100	7,400	+1.3%
営業利益	12,285	14,516	2,230	18.2%	12,300	14,000	+3.7%
営業外収益	1,080	548	-532	-49.3%	500	500	+9.6%
営業外費用	1,911	1,401	-509	-26.7%	1,100	1,300	+7.8%
経常利益	11,455	13,663	2,207	19.3%	11,700	13,200	+3.5%
特別損益	1,185	2,732	1,547	130.5%	2,700	2,800	-2.4%
税金等調整前当期純利益	12,640	16,395	3,755	29.7%	14,400	16,000	+2.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	10,516	12,335	1,818	17.3%	10,600	11,500	+7.3%
ベース利益	6,705	4,315	-2,389	-35.6%	5,600	4,000	+7.9%
不動産投資損益	4,926	11,781	6,854	139.2%	8,600	11,600	+1.6%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

**2018年12月期営業総利益の内訳**

(単位：百万円)

	17/12期 実績	18/12期 実績	増減		18/12期 通期予想		達成率 (修正後)
				増減率	修正前	修正後	
アセットマネジメント事業	11,350	9,359	-1,990	-17.5%	10,200	9,200	+1.7%
アセットマネジメントフィー	5,280	5,982	701	13.3%	5,800	5,950	+0.5%
アキュジションフィー	2,139	1,884	-254	-11.9%	2,750	2,100	-10.3%
インセンティブフィー	1,284	241	-1,042	-81.2%	200	200	+20.5%
ディスポジションフィー	393	581	187	47.6%	400	350	+66.0%
その他フィー収入	2,252	669	-1,582	-70.2%	1,050	600	+11.5%
不動産関連事業	1,784	2,137	352	19.7%	2,100	2,000	+6.9%
プロパティマネジメントフィー	1,332	1,572	240	18.0%	1,300	1,500	+4.8%
マスターリース損益等	452	564	112	24.8%	800	500	+12.8%
不動産投資事業	6,057	10,517	4,459	73.6%	7,100	10,200	+3.1%
賃貸事業損益	2,063	2,056	-6	-0.3%	1,450	1,700	+20.9%
不動産売却損益	112	6,352	6,240	-	3,100	6,400	-0.8%
匿名組合分配損益/その他	3,882	2,108	-1,773	-45.7%	2,550	2,100	+0.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

**ケネディクス** | 2019年3月13日(水)  
 4321 東証1部 | [http://www.kenedix.com/cms/ir\\_top.html](http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html)

## 業績動向

**4. 2018年12月期における投資実績**

不動産投資事業における自己勘定投資については、自己資本の範囲内という方針のもと、新規投資として約441億円（前期は約332億円）を実行。物件取得の厳しい状況のなかでも、AUMの成長とビジネスの拡大に資する機動的かつ戦略的な投資を推進した。特徴的なのは、オフィスのほか、ホテル、住宅、商業、物流、海外など投資対象（アセットクラス）は多岐にわたり、投資タイプも、ブリッジ（REIT、コア等）を始め、開発、オポチュニスティックなどに分散投資されているところである。一方、投資元本の回収についても、ブリッジファンドや開発案件、海外案件等から約407億円を回収しており、いわゆる「リサイクル投資」がうまく回っていると評価できる。その結果、2018年12月末の投資金額総額（投資エクスポージャー）は709億円（前期末は679億円）に増加し、分散されたバランスの良いポートフォリオを構築している。

**投資金額に占める投資タイプ別の内訳**

（単位：億円）

	17/12 月末		18/12 月末		増減	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率
ブリッジ	67	8%	115	13%	48	71.6%
コア	96	11%	66	8%	-30	-31.3%
オポチュニスティック	67	8%	92	10%	25	37.3%
開発	113	13%	125	14%	12	10.6%
メザニン・債権	51	6%	17	2%	-34	-66.7%
長期保有等	39	5%	48	6%	9	23.1%
インフラ案件	9	1%	15	2%	6	66.7%
海外案件	127	15%	86	10%	-41	-32.3%
REIT 投資証券	51	6%	72	8%	21	41.2%
事業法人出資等	54	6%	67	8%	13	24.1%
投資用資金	176	20%	171	19%	-5	-2.8%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 5. その他トピックス

### (1) メインスポンサー REIT の成長

同社の成長を支える柱の 1 つであるベース AUM は、前述のとおり、前期末比 1,003 億円増の 1 兆 4,735 億円と堅実な伸びを実現することができた。特に、KDO<sup>※1</sup>については、2018 年 5 月に 3 年半ぶりとなる公募増資を実施するとともに、資産の入れ替えによるポートフォリオの質の向上にも取り組んだ。KDR<sup>※2</sup>についても、前述のとおり、ジャパン・シニアリビング投資法人との合併により、ヘルスケア施設、宿泊施設を主たる投資対象に追加。また、2018 年 7 月には、こちらも 3 年半ぶりとなる公募増資を実施し、資産規模は 2,000 億円を突破した。KRR<sup>※3</sup>については、e コマースの増加とともに需要が高まる「消費者配送型物流施設」<sup>※4</sup>を投資対象に追加。主力の「生活密着型商業施設」とユーザー（テナント）が重なることから、運営面でのシナジー効果も見込んでいる。また、将来発生し得るテナントリスク等を鑑み、資産入れ替えに向けた一部物件の譲渡を実施した（代替物件として、初の物流施設 2 物件を取得予定）。私募 REIT の KPI<sup>※5</sup>についても、国内大手機関投資家からの投資参加が続くなか、約 1 年ぶりとなる新投資口発行を実施すると、都心の商業施設（都市型サービス施設）に加えて、首都圏所在の大規模オフィスビル 1 物件の持分を取得した。投資家層も 100 社程度にまで拡大しており、成長余地はまだ大きい。

※1 ケネディクス・オフィス投資法人の略。東京経済圏を中心とする中規模オフィスビルの最大級 REIT である。2018 年 12 月末の AUM は 4,158 億円。

※2 ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人の略。「人が居住・滞在する空間」への幅広い投資を行う住居系 REIT である。ジャパン・シニアリビング投資法人との合併に伴い、ケネディクス・レジデンシャル投資法人から名称変更。2018 年 12 月末の AUM は 2,214 億円。

※3 ケネディクス商業リート投資法人の略。物流施設への投資で新たなステージを迎える生活密着型商業 REIT である。2018 年 12 月末の AUM は 2,100 億円。

※4 最終消費者に商品等を届けるための物流施設。

※5 ケネディクス・プライベート投資法人の略。大規模オフィスビルを中心にホテル・商業施設等へ投資する私募 REIT である。2019 年 1 月末の AUM は 1,216 億円。

### (2) 私募ファンド（コア）の設立

同社成長のもう 1 つの柱である私募ファンドの AUM についても、前述のとおり、国内外の大手機関投資家との各種コアファンドの設立により、2018 年 12 月末は前期末比 441 億円増の 5,217 億円と順調に増加基調をたどっている。2018 年 4 月には、今後見込まれる私募ファンドへの投資需要増加に対応するため、私募ファンドビジネス専門の会社ケネディクス・インベストメント・パートナーズ（株）を設立。より専門性・機動性の高い事業体制を構築するところに狙いがある。

### (3) 不動産クラウドファンディング事業の開始

野村総合研究所との協業により新たなプラットフォームとして立ち上げを推進してきた「不動産クラウドファンディング事業」についても、2019 年 1 月より投資家登録の受付を開始。第 1 号ファンド<sup>※</sup>は満額申込を即日達成し、上々の滑り出しとなった。個人投資家に対してクラウドファンディングによる様々な投資機会を提供することにより、手数料ビジネスの強化を図っていくところにある。ファンド組成における様々なサポートや質の高いアセットマネジメントの提供により他社との差別化を図る戦略であり、REIT、私募ファンドに続く、第 3 の事業の柱（プラットフォーム）へと育成する方針である。

※ 六本木エリアという都内屈指のロケーションに建つホテル及び商業ビル「レム六本木ビル」を対象とする不動産担保ローン債権へ投資するファンドとなっている。募集総額は 1 億 60 万円、想定利回り 2.3%（年換算）、予定運用期間約 7 ヶ月、最低投資額 100 万円（1 口 10 万円、10 口以上）。

## 業績動向

**(4) アウトバウンドファンドの運用を開始**

アジアの中でも安定性と成長性の両面が見込まれるシンガポールにおいて、大型オフィスビル※を組入対象資産としたアウトバウンドファンド（約100億円）の運用を開始した。日系投資家に対して初のアジアでの共同投資機会を提供するものであった。アジア地域での不動産投資市場における同社グループのプレゼンス向上にも狙いがあり、将来の成長に向けた布石として評価することができる。

※シンガポールのビジネス中心区である Raffles Place の好立地に所在する大型オフィスビル「Capital Square」の25%出資持分。

**6. 2018年12月期の総括**

以上から、2018年12月期の実績を総括すると、堅調な不動産市況を背景として大幅な業績の伸びを実現したところはもちろん、不動産クラウドファンディング事業への参入やアジアでのアウトバウンドファンドの運用開始など、新たな成長分野の開拓においても大きな成果を残したと評価できる。特に、業績面においては、物件取得競争が厳しいなかで、同社独自のネットワークの活用により AUM の堅実な成長を実現するとともに、安定収益が順調に伸びているところは大いに評価することができる。

## 業績見通し

### 2019年12月期も安定収益を軸として、高い業績水準が継続する見通し

2019年12月期の業績予想※について同社は、営業総利益を前期比0.4%増の22,100百万円、営業利益を同0.6%増の14,600百万円、経常利益を同6.9%増の14,600百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同18.1%減の10,100百万円と見込んでおり、業績の伸びは一旦緩やかになるものの、安定収益を軸として高い業績水準が継続するという見方が妥当である。

※同社はアセットマネジメント事業を中心に安定的な収益基盤を有しているが、不動産投資事業については、経済環境や不動産市場等の影響を大きく受ける状況にあり、現状では予測が困難であるため、営業収益の予想を公表していない。

営業総利益は、不動産投資事業が前期からの物件売却に伴う賃貸事業損益の一時的な減少等により減益となるものの、アセットマネジメントフィーを中心とした安定収益の増加によりカバーすることで増益を確保する見通しである。また、販管費を前期と同水準にコントロールすることにより、経常利益までの段階利益では増益を見込んでいる。一方、親会社株主に帰属する当期利益が減益となるのは、前期における特殊要因（物件売却の期ずれ等）のはく落や法人税等の増加が理由であり、業績トレンドの後退を示すものではない。

**ケネディクス** | 2019年3月13日(水)  
 4321 東証1部 | [http://www.kenedix.com/cms/ir\\_top.html](http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html)

業績見通し

損益予想の全体を俯瞰すると、「ベース利益」はアセットマネジメントフィーなどの安定収益を軸として前期比15.9%増の5,000百万円に拡大する一方、「不動産投資損益」は前期における特殊要因のほく落や物件売却の一巡により同24.4%減の8,900百万円に減少する格好となっている。ただし、注目すべきは、同社が目指している「AUM拡大による安定収益の持続的な成長」が実現しているところである。また、「不動産投資損益」についても、目標投資リターンである自己資本(約880億円)の10%以上を確保する想定となっており、業績の伸びは一旦緩やかになるものの、「ケネディクスモデル」は引き続き順調に進展するものと評価することができる。

2019年12月期業績予想

(単位:百万円)

	18/12期 実績	19/12期 予想	増減	
			増減	増減率
営業総利益	22,014	22,100	85	0.4%
販管費	7,498	7,500	1	0.0%
営業利益	14,516	14,600	83	0.6%
営業外収益	548	1,300	751	137.0%
営業外費用	1,401	1,300	-101	-7.2%
経常利益	13,663	14,600	936	6.9%
特別損益	2,732	400	-2,332	-85.4%
税金等調整前当期純利益	16,395	15,000	-1,395	-8.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	12,335	10,100	-2,235	-18.1%
ベース利益	4,315	5,000	684	15.9%
安定収益	8,119	8,800	679	8.4%
スポットフィー	3,377	3,400	22	0.7%
不動産投資損益	11,781	8,900	-2,880	-24.4%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2019年12月期営業総利益予想の内訳

(単位:百万円)

	18/12期 実績	19/12期 予想	増減	
			増減	増減率
アセットマネジメント事業	9,359	9,900	540	5.8%
アセットマネジメントフィー	5,982	6,500	517	8.6%
アキュジションフィー	1,884	2,200	315	16.7%
インセンティブフィー	241	100	-141	-58.5%
ディスポジションフィー	581	50	-531	-91.4%
その他フィー収入	669	1,050	380	56.8%
不動産関連事業	2,137	2,300	162	7.6%
プロパティマネジメントフィー	1,572	1,600	27	1.7%
マスターリース損益等	564	700	135	23.9%
不動産投資事業	10,517	9,900	-617	-5.9%
賃貸事業損益	2,056	1,300	-756	-36.8%
不動産売却損益	6,352	6,600	247	3.9%
匿名組合分配損益等/その他	2,108	2,000	-108	-5.1%

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

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

## ■ 成長戦略

### 2025 年までの長期ビジョンのもと、 新中期経営計画では「ケネディクスモデル」の更なる発展を目指す

同社は、2015 年に定めた長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」のもと、2018 年 12 月期からは、新たな 3 ヶ年の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」をスタートした。

#### 1. 長期ビジョン

同社は、2025 年の長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」として、AUM4 兆円、グループ時価総額 2 兆円（2018 年 12 月末時点では 7,394 億円）、ROE15% を掲げている。特に、AUM は、過去 8 年間（2009 年から 2017 年まで）で 1 兆円から 2 兆円に倍増してきたペースをさらに加速し、2017 年からの 8 年間で 2 兆円から 4 兆円へ倍増させる計画である。これまで同様、メインスポンサー REIT と私募ファンドの 2 つの柱に加えて、不動産クラウドファンディング、海外など新規領域の開拓により、ファンド層の多角化を図りながら安定的・持続的な成長を実現する方向性と言える。また、AUM 拡大に向けた M&A 機会も模索する方針である。

特に、3 つのプラットフォーム（メインスポンサー REIT、私募ファンド、不動産クラウドファンディング）をそれぞれ強化するとともに、そこに同社の競争力（物件のボリューム感やソーシング力、ファンド組成力・運用力等）を足し合わせることで、AUM の成長と投資家層の拡大を目指す戦略である。注目すべき点は、総資産の規模や財務レバレッジ（有利子負債比率）を現状から大きく拡大することなく、AUM を積み上げることで収益性（資本効率）を高める方向性が示されているところであり、まさに「ケネディクスモデル」ならではの独自の成長シナリオとなっている。

#### 2. 中期経営計画

2018 年 12 月期よりスタートした新たな中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」は、前中期経営計画の方向性を継承し、「ケネディクスモデルの発展期」と位置付けられている。すなわち、同社の強みである投資案件の組成力と運用力を高め、顧客投資家層を拡大し、「ケネディクスモデル」を多方面に発展・深化させることで、同社の収益基盤を一層強化する。また、機動的な投資と健全な財務体質を維持しながら、資本の有効活用と株主還元の充実を図り、不動産アセットマネジメントのリーディングカンパニーとして企業価値の一層の向上を目指す方針である。定量計画として、ROE（3 年平均）10% 以上、総還元性向（3 年平均）50% 以上を掲げている。

## 成長戦略

基本方針と重点施策は以下のとおりである。

**(1) 不動産アセットマネジメントを中心とするビジネス領域の拡充**

- a) AUM と安定収益の拡大につながる多様な投資機会の創出
- b) 国内外における顧客投資家層の拡大と投資家リレーションの深化
- c) 投資案件の組成力と運用力を向上させる運用体制の強化
- d) アセットマネジメントの付加価値を高める関連サービスの強化
- e) ビジネス領域の拡充に資する戦略的 M&A や事業提携の模索

**(2) 機動的かつ戦略的な投資の推進**

- a) 顧客投資家との共同投資の推進
- b) 同社グループ運用ファンドの成長につなげる機動的な投資の実行
- c) 海外や成長分野でのビジネス拡大に資する戦略的な投資の実行
- d) 分散と規律の保たれた投資ポートフォリオの維持とモニタリング体制の強化
- e) 財務の健全性と透明性の堅持

**(3) 時代の変化を捉えた新たな成長分野の開拓**

- a) アジア市場における事業の拡大
- b) 米国市場でのアウトバウンド投資ビジネスの推進
- c) ホテル、民泊、サービスアパート等の滞在型施設運営ビジネスの推進
- d) 「不動産×金融×テクノロジー」に焦点を当てた新ビジネスの立ち上げ

**(4) 持続的成長と社会的責任の両立に向けた経営基盤の強化**

- a) 組織と個人の生産性を高める社内インフラの進化
- b) ケネディクスモデルの礎となる多様な人材の確保・育成
- c) 社会の変化に応じた柔軟な働き方の追求
- d) ESG（環境、社会、ガバナンス）への取り組み推進

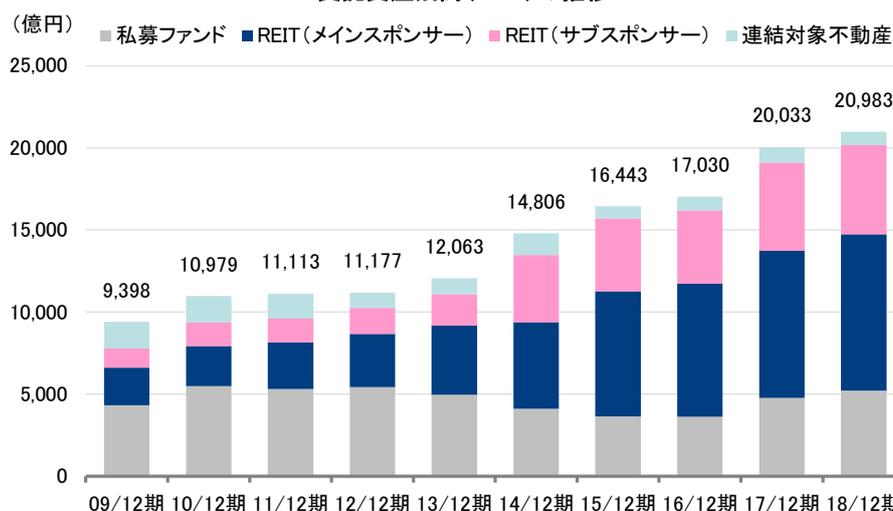
## ■過去の業績推移

### 2013年以降、好調な不動産市況を背景として、AUMの積み上げにより業績は順調に拡大

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、親会社株主に帰属する当期純利益は、過去の含み損を抱えた連結対象不動産の売却損（特別損失）により低迷してきたが、2015年12月期には含み損の処理が完了している。

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り、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。特に、しばらく停滞気味であったAUMの拡大に伴い、安定的なアセットマネジメントフィーも年々増加基調をたどっており、同社の収益構造は大きく変化をしてきた。したがって、これまでの動きを整理すると、アセットマネジメント事業への回帰によるReform（2009年から2012年）、バランスシートの再構築（含み損を抱えた過去保有物件の処分、有利子負債の削減など）を進めたTransform（2013年から2015年）を経て、2016年より「ケネディクスモデル」（不動産を自ら保有せず、安定的な収益力を追求）の本格稼働（Perform）フェーズに入ってきたと言える。

受託資産残高(AUM)の推移

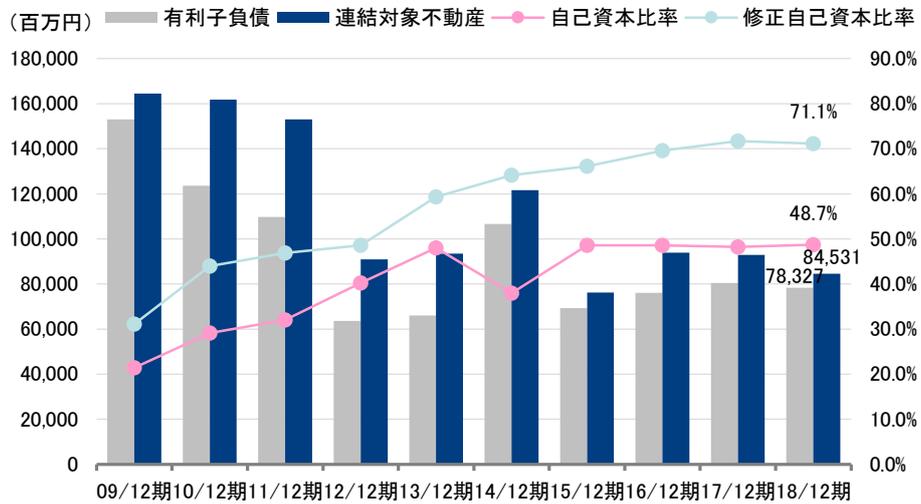


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 過去の業績推移

財務面では、連結対象不動産（棚卸資産及び固定資産）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一旦低下したのは、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。2015年12月期には、アセットマネジメント事業の拡大を目的としたREIT関連投資等を資金用途とするリファイナンスを実施し、長期化・金利固定化・無担保化により財務の安定化を図った。また、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傾向をたどってきたことから財務の健全性は高まっていると評価できる。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70%の高い水準で推移している。

連結対象不動産及び有利子負債、自己資本比率の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

一方、資本効率を示すROEは、親会社株主に帰属する当期純利益の低迷により不安定な動きをしてきたが、2015年12月期以降は10%を超える水準で推移している（2018年12月期は13.4%）。今後も「ケネディクスモデル」の本格稼働により、高い水準を維持しながら持続的な改善を見込んでいる。

## ■ ESG への取り組み

同社は、「2兆円を超えるAUMを預かる同社グループにとって、不動産ファンドの運用を通じて環境や社会への貢献を果たしていくことは大変重要である」との考え方にに基づき、ESGにも積極的に取り組む方針である。中期経営計画の基本方針の中でも、「持続的成長と社会的責任の両立に向けた経営基盤の強化」を掲げており、2018年4月にはESGへの取り組みを強化・推進するため、専任部署（コーポレート・コミュニケーション室）を立ち上げるとともに、最初のステップとしてマテリアリティ（重要課題）の設定<sup>※1</sup>とサステナビリティ方針の制定を実施した。今後は、ホームページによる開示情報の整備のほか、KPI（キー・パフォーマンス・インディケータ）の検討や新たな取り組みの推進等により、最終的にはサステナビリティレポート（統合報告書）の作成も予定している。また、もう一つのトピックスとして、2018年6月には、ESG評価に優れた企業により構成されるインデックス「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」<sup>※2</sup>へ新規組み入れされている。

<sup>※1</sup> 同社グループの企業活動と社会の双方にとって重要である課題を整理し、経営層での議論を重ねた上で、取締役会で決定。5の課題と15のテーマを設定している。

<sup>※2</sup> 世界最大級の年金基金である GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）等が ESG 投資に当たって採用しているインデックスの1つである。業種内で ESG 評価の相対的に高い銘柄約 250 社が組み入れられている。

## ■ 株主還元

### 総還元性向（3年平均）50%以上を目標に掲げる

同社は、今後の株主還元策について、引き続き、安定的な収益である「ベース利益」に基づく継続的な配当に加えて、自己株式の取得についても、外部環境の影響が大きい「不動産投資損益」に基づき、機動的に実施することを基本方針としている。また、新中期経営計画では、総還元性向（3年平均）50%以上を目標に掲げている。

2018年12月期については、「不動産投資損益」117億円に基づき、自己株式取得を2回（合計約100億円）実施。また、期末配当についても、前期比1円増配の1株当たり7円を実施。その結果、総還元性向は93.8%に上っている。また、重要な株価指標であるEPS（1株当たり利益）についても、利益成長と自己株式取得の両方により54.11円（前期は43.70円）と大きく増加している。

2019年12月期については、安定収益基盤の確立を踏まえ、中間配当を開始するとともに、年間配当を前期比8円増配の1株当たり15円（中間7.5円、期末7.5円）へ大きく引き上げる予定である。一方、自己株式取得についても、「不動産投資損益」の状況や不動産投資の機会等を見ながら、機動的に検討する方針のようだ。

#### 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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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