COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

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 >>>

2020年3月17日(火)

執筆:客員アナリスト **柴田郁夫**

FISCO Ltd. Analyst Ikuo Shibata







ケネディクス 2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部 http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

■目次

■要約────	0
1. 中期経営計画	0
2. 2019 年 12 月期の業績	0
3. 2020 年 12 月期の業績予想	0
4. 今後の成長戦略	0
■会社概要	0
1. 事業概要	0
2. 沿革	0
3. 企業特長	0
■業績動向	0
1. 業績を見るためのポイント	0
2. 収益体系	0
3. 2019 年 12 月期業績の概要	0
4. 2019 年 12 月期における投資実績	1
5. その他の活動実績	1
■業績見通し――――――	1
■成長戦略——————	1
1. 長期ビジョン	1
2. 中期経営計画	1
■過去の業績推移—————	1
■ ESG への取り組み————————————————————————————————————	1
■株主還元	2



2020年3月17日(火)

ケネディクス 4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

■要約

2019 年 12 月期も計画を上回る好業績を継続。 受託資産残高(AUM)の拡大により安定収益が順調に増加

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、受託資産残高(以下、AUM)は約 2.4 兆円に上る。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、「アウトバウンドファンド」(海外展開)や「デジタル・セキュリタイゼーション」(クラウドファンディング事業との連携を含む)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。

1. 中期経営計画

同社は、2015 年に定めた長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」のもと、2018 年 12 月期から新たな 3 ヶ年 の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」を推進。これまでの方向性を継承し、「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していく。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。

2. 2019 年 12 月期の業績

2019年12月期の業績は、営業収益が前期比11.0%増の70,326百万円、営業利益が同9.7%増の15,931百万円、経常利益が同15.9%増の15,841百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同13.5%減の10,673百万円と計画を上回る結果となり、安定収益を軸に好業績が続いている。特に、AUMの拡大によ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、それに伴って大幅な増配を実施したところは評価すべきポイントである。



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

要約

3. 2020 年 12 月期の業績予想

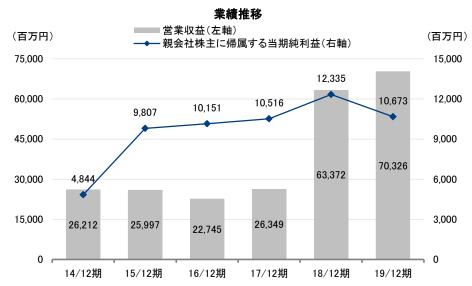
2020 年 12 月期の業績予想について同社は、営業総利益を前期比 1.8% 増の 23,800 百万円、営業利益を同 0.4% 増の 16,000 百万円、経常利益を同 3.5% 増の 16,400 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 7.7% 増の 11,500 百万円とすべての段階利益で増益を見込んでおり、安定収益を軸として高い業績水準を継続する見通しである。

4. 今後の成長戦略

同社の中長期的な成長戦略は、これまでの「メインスポンサー REIT」と「私募ファンド」の2本柱に加えて、新たな成長軸である「アウトバウンドファンド」及び「デジタル・セキュリタイゼーション」の推進により、投資対象及び投資家層の拡大を図りながら AUM の成長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、外部環境(好調な不動産投資ニーズの継続等)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。最大の課題は、AUM4 兆円の達成に向けていかに拡大ペースの維持・加速を図っていくのかにあるだろう。また、「アウトバウンドファンド」や「デジタル・セキュリタイゼーション」がどのように業績に寄与してくるのかについても注目したい。

Key Points

- ・2019年12月期の業績も計画を上回る好業績を継続
- ・AUM の拡大により安定収益が順調に増加。それに伴って大幅な増配を実施した
- ・2020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
- ・今後は、「メインスポンサー REIT」と「私募ファンド」の 2 本柱に加えて、将来を見据えた新たな成長軸の育成により AUM の成長と投資家層の拡大を目指す



出所:決算短信よりフィスコ作成



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

■会社概要

国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社。 AUM は約 2.4 兆円に上る

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 は約 2.4 兆円に上る。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し、順調に立ち上がってきた。また、海外不動産を対象とした「アウトバウンドファンド」やフィンテックを利用した「デジタル・セキュリタイゼーション」など、新規事業にも取り組んでおり、REIT、私募ファンドに続く事業の柱(プラットフォーム)へと育成する方針である。

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、不動産管理などの手数料収入による「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。2019 年 12 月末現在、AUM のうち、REIT(私募 REIT を含む)が 65%、私募ファンドが 32% を占める(残り 3% は連結対象不動産)。アセットクラス別では、オフィスビル 43%、賃貸住宅 17%、物流施設 15%、商業施設 12%、その他(ホテルやヘルスケア施設、認可保育園など)13% で構成されている。地域別では、東京経済圏が 74% を占めており、関西圏が 12%、中部圏が 4% と続く。



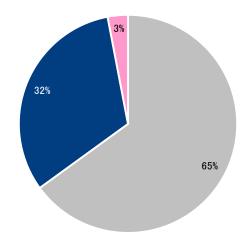
ケネディクス | 2020 年 3 月 17 日 (火)

4321 東証 1 部 http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

会社概要

投資家別AUM

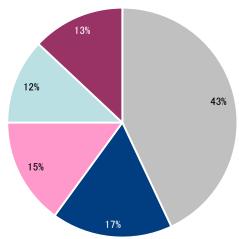
■ REIT(私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 連結対象不動産



出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

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

http://www.fisco.co.jp

ケネディクス

2020年3月17日(火)

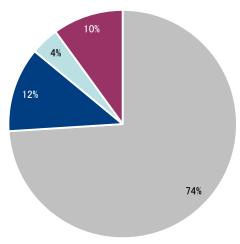
4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

会社概要

地域別AUM





出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

同社グループのアセットマネジメントビジネス



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。

** 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。





2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

会社概要

(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同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。

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
<3278>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 Amanah Raya REIT(マレーシア REIT)にもスポンサー参加している。2019年には野村総合研究所 <4307>との協業により不動産クラウドファンディング事業に参入したほか、フィンテックを利用した新たなビジネスを立ち上げるため、専門部署である「デジタル・セキュリタイゼーション推進室」を設立しており、不動産投資市場の未来像を展望した活動にも意欲的に取り組んでいる。



2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

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と合併し、 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 ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社を設立
2019年	ビットリアルティ株式会社が営業開始
	·

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

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。約2.4兆円に上る AUM は、同社の収益基盤を支えるとともに、ブランドカ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。



http://www.fisco.co.jp

ケネディクス 4321 東証 1 部

2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

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)を手掛けるとともに、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にも、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を開始し、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なども手掛けており、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

2019 年 12 月期も計画を上回る好業績を継続。 AUM の拡大により安定収益が順調に増加

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純利益は、「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」は単体株主資本(約 900 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。



2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部 http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

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)	・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・保有物件の運用状況を不動産投資家に報告する・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
アクイジションフィー (取得報酬)	・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
インセンティブフィー (成果報酬)	・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
ディスポジションフィー (譲渡報酬)	・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料率を掛けて算出されるフィーを受領する

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。

3.2019年12月期業績の概要

2019年12月期の業績は、営業収益が前期比11.0%増の70,326百万円、営業利益が同9.7%増の15,931百万円、経常利益が同15.9%増の15,841百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同13.5%減の10,673百万円と、各段階利益で計画を上回る増益(親会社株主に帰属する当期純利益を除く)となり、安定収益を軸に好業績が続いている。なお、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となったのは法人税等の増加によるものであるが、その点は想定内。また、2019年12月末のAUMについても前期末比14.0%増の2兆3,922億円と大きく拡大した。

営業総利益が増益となったのは、AUMの拡大に伴って、「アセットマネジメント事業」におけるアセットマネジメントフィーが伸びたことに加え、私募ファンドや REIT 向けの物件取得が順調に進んだことからアクイジションフィーの増加も大きく寄与した。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フィーの伸び等により増益となっている。

http://www.fisco.co.jp

ケネディクス 4321 東証 1 部

2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

損益状況の全体を俯瞰しても、重視する利益指標である「安定収益」は前期比 18.0% 増の 9,584 百万円、「ベース利益」は同 41.4% 増の 6,102 百万円と、それぞれが計画を上回る伸びを実現している。一方、「不動産投資損益」は、前期業績に大きく寄与した固定資産の売却益(特別利益)の反動減により減益となったが、計画に対してはこちらも上回る水準となっている。

AUMについても、前述のとおり、前期末比 2,938 億円増の 2 兆 3,922 億円(同 14.0%増)と順調に拡大。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、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 3,035 億円増の 1 兆 7,771 億円(同 20.6%増)に増加した。特に、私募ファンドの伸びが著しいのは、国内外の投資家からの旺盛な投資需要にけん引され、コアファンドの成長が加速してきたことが理由である。

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8.6%減の1,719億円に減少。一方、自己資本については内部留保の積み増し等により前期末比6.5%増の980億円に増加したことから、自己資本比率は57.0%(前期末は48.9%)に大きく改善している。

2019年12月期の損益の状況

(単位:百万円)

18/12 期		2期	19/12 期		増	減	19/12 期	
	実績	営業 収益比	実績	営業 収益比		増減率	通期予想	達成率
営業収益	63,372		70,326		6,954	11.0%	-	-
営業総利益	22,014	34.7%	23,389	33.3%	1,374	6.2%	-	-
販管費	7,498	11.8%	7,458	10.6%	-40	-0.5%	-	-
営業利益	14,516	22.9%	15,931	22.7%	1,415	9.7%	14,600	109.1%
営業外収益	548	-	980	-	432	78.8%	1,300	75.4%
営業外費用	1,401	-	1,070	-	-331	-23.6%	1,300	82.3%
経常利益	13,663	21.6%	15,841	22.5%	2,178	15.9%	14,600	108.5%
特別損益	2,732	-	236	-	-2,495	-91.4%	400	59.0%
税金等調整前当期純利益	16,395	25.9%	16,078	22.9%	-317	-1.9%	15,000	107.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	12,335	19.5%	10,673	15.2%	-1,662	-13.5%	10,100	105.7%
安定収益	8,119		9,584		1,464	18.0%	8,800	108.9%
ベース利益	4,315		6,102		1,787	41.4%	5,000	122.0%
不動産投資損益	11,781		9,609		-2,171	-18.4%	8,900	108.0%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成





2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

2019年12月期営業総利益の内訳

(単位:百万円)

	18/12期	19/12 期	増	減	19/12 期	法出來
	実績	実績		増減率	通期予想	達成率
アセットマネジメント事業	9,359	10,467	1,107	11.8%	9,900	105.7%
アセットマネジメントフィー	5,982	6,741	759	12.7%	6,500	103.7%
アクイジションフィー	1,884	2,610	725	38.5%	2,200	118.6%
インセンティブフィー	241	75	-166	-68.9%	100	75.0%
ディスポジションフィー	581	178	-402	-69.4%	50	356.0%
その他フィー収入	669	861	191	28.7%	1,050	82.0%
不動産関連事業	2,137	2,842	705	33.0%	2,300	123.6%
プロパティマネジメントフィー	1,572	1,952	379	24.2%	1,600	122.0%
マスターリース損益等	564	890	325	57.8%	700	127.1%
不動産投資事業	10,517	10,079	-437	-4.2%	9,900	101.8%
賃貸事業損益	2,056	1,927	-129	-6.3%	1,300	148.2%
不動産売却損益	6,352	6,543	191	3.0%	6,600	99.1%
匿名組合分配損益/その他	2,108	1,608	-499	-23.7%	2,000	80.4%

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

4. 2019 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(エクイティ)投資については、自己資本の範囲内とする方針のもと、新規投 資として約 398 億円(前期は約 441 億円)を実行。ブリッジファンドを中心とした機動的な物件取得や開発案 件への投資等に取り組んだ。特徴的なのは、オフィスや住宅、ホテル、商業施設、認可保育園、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(コア等)を中心に、開発や長期保有などに分 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、ブリッジファンドを中心として、オポチュ ニスティック、開発、REIT 証券等から約 384 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、2019年12月末の投資金額総額(投資エクスポージャー)は722億円(前期 末は 709 億円)を確保し、分散されたバランスの良いポートフォリオを維持している。なお、2020 年 12 月期 については、投資エクスポージャー(投資用現金を含む)の枠を940億円(前期は880億円)に増枠しており、 より積極的な投資姿勢を示すものとして注目される。

投資金額に占める投資タイプ別の内訳

(単位:億円)

	2018 年 12 月末		2019年1	2019 年 12 月末 構成比		増減	
		構成比				増減率	
ブリッジ	115	13%	32	4%	-83	-72.2%	
コア	66	8%	64	9%	-2	-3.0%	
オポチュニスティック	92	10%	77	11%	-15	-16.3%	
開発	125	14%	200	28%	75	60.0%	
メザニン・債権	17	2%	14	2%	-3	-17.6%	
長期保有等	48	6%	86	12%	38	79.2%	
インフラ案件	15	2%	20	3%	5	33.3%	
海外案件	86	10%	97	13%	11	12.8%	
REIT 投資証券	72	8%	64	9%	-8	-11.1%	
事業法人出資等	67	8%	65	9%	-2	-3.0%	

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成



2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

5. その他の活動実績

(1) メインスポンサー REIT の取り組み

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3,035 億円増の1兆7,771 億円と順調に伸びている。そのうち KDO *1 は、物件取得環境が厳しいなかでもスポンサーサポートによる相対取引等によりポートフォリオの拡充を実現。KDR *2 については、2 期連続となる公募増資を実施するとともに、優良物件の取得によりポートフォリオの質の向上を図った。また、投資対象として社会的ニーズの高い保育施設も追加。2020 年12 月期に入ってからも2020 年2 月に公募増資を行っており、東京経済圏の賃貸住宅を中心に合計154 億円の資産の取得を予定している。KRR *3 についても、2 年半振りとなる公募増資を実施するとともに、環境変化(EC 市場の拡大等)や採算性を考慮した資産入替に取り組んだ。主力の「生活密着型商業施設」に加え、需要が伸びている「消費者配送型物流施設」*4 への積極投資を行っている。私募REITの KPI *5 についても、国内大手機関投資家からの投資参入が続くなか、都心の居住人気の高いエリアの物件を取得。「長期運用・安定配当」に寄与するファンドマネジメントを実施している。

- ※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。2019年 12 月末の AUM は 4,256 億円(前期末比 98 億円増)。
- ※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。2019 年 12 月末の AUM は 2,351 億円(前期末比 137 億円増)。2022 年までに資産規模 3,000 億円を目 指す方針である。
- ※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。 2019 年 12 月末の AUM は 2,250 億円(前期末比 149 億円増)。
- ※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 12 月末の AUM は 1,224 億円(前期末比 179 億円増)。

(2) 私募ファンド (コア) の動向

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、国内外の大手機関投資家の強い投資ニーズに支えられ、コアファンドを中心に高成長を実現。2019年12月期は前期末比2,471億円増の7,689億円と大きく拡大した。私募ファンドへの投資需要増加に対応するため、2018年4月に設立したケネディクス・インベストメント・パートナーズ(株)も成長加速に向けて機能しているものと考えられる。

(3) 不動産クラウドファンディング事業の進捗

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た「不動産クラウドファンディング事業」についても、サービス提供開始から1年間で7ファンド※を組成し、総額15億円の募集を完了した。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狙いがある。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、早期に登録会員数1万人を目指す。

** ホテル・賃貸住宅・保育施設など複数のアセットクラスを提供。更なる多様化を目指している。



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

(4) デジタル・セキュリタイゼーションの立ち上げ

不動産投資市場の未来像を展望し、フィンテックを利用した新たなビジネスを立ち上げるため、専門部署である「デジタル・セキュリタイゼーション推進室」を設立した。具体的には、不動産投資市場に流動性や簡便性を付与し、個人投資家層の拡大を図るため、セキュリティトークン※を活用した不動産プラットフォームビジネスを検討しており、先行するクラウドファンディング事業(bitREALTY)との連携も視野に入れている。

※ セキュリティトークン(電子記録移転権利)とは、ブロックチェーンを活用した金融商品の新たなアプローチで、金融商品取引法の改正により法的な位置付けが明確化され、不動産証券化への応用も期待されている。不動産の「トークン化」により、1)不動産投資商品(不動産クラウドファンディングや J-REIT、不動産小口化商品等)に流動性を付与、2)取引の効率化・自動化、3)24時間365日取引が可能、4)客観的情報開示と取引簡便性向上などを実現することができる。

(5) 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。今後は北米でのアウトバウンドファンドの組成も目指している。

** 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。

■業績見通し

2020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

2020 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 1.8% 増の 23,800 百万円、営業利益を同 0.4% 増の 16,000 百万円、経常利益を同 3.5% 増の 16,400 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 7.7% 増の 11,500 百万円とすべての段階利益で増益を見込んでおり、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る。

営業総利益は、引き続きアセットマネジメントフィーを中心とする安定収益の伸びが増益に寄与する見通しである。一方、販管費についても、人材及びシステム投資のほか、クラウドファンディング、セキュリティトークン 等への先行費用により増加するものの、営業総利益の伸びで吸収することで営業増益を確保する想定である。

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 6.5% 増の 6,500 百万円に拡大。一方、「不動産投資損益」は 9,600 百万円とほぼ横ばいで推移するものの、目標投資リターンである単体株主資本(約 900 億円)の 10% 以上を確保する想定となっている。したがって、「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。





2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部 http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績見通し

2020 年 12 月期業績予想

(単位:百万円)

	19/12期	20/12 期	増	
	実績	予想 ————————————————————————————————————		増減率
営業総利益	23,389	23,800	410	1.8%
販管費	7,458	7,800	341	4.6%
営業利益	15,931	16,000	68	0.4%
営業外収益	980	1,400	419	42.9%
営業外費用	1,070	1,000	-70	-6.5%
経常利益	15,841	16,400	558	3.5%
特別損益	236	700	463	196.6%
税金等調整前当期純利益	16,078	17,100	1,021	6.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	10,673	11,500	826	7.7%
安定収益	9,584	10,300	715	7.5%
ベース利益	6,102	6,500	397	6.5%
不動産投資損益	9,609	9,600	-9	-0.1%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2020年12月期営業総利益予想の内訳

(単位:百万円)

	19/12 期	20/12 期	増減		
	実績	予想		増減率	
アセットマネジメント事業	10,467	11,100	633	6.0%	
アセットマネジメントフィー	6,741	7,400	659	9.8%	
アクイジションフィー	2,610	2,300	-310	-11.9%	
インセンティブフィー	75	300	225	300.0%	
ディスポジションフィー	178	300	122	68.5%	
その他フィー収入	861	800	-61	-7.1%	
不動産関連事業	2,842	2,900	58	2.0%	
プロパティマネジメントフィー	1,952	1,900	-52	-2.7%	
マスターリース損益等	890	1,000	110	12.4%	
不動産投資事業	10,079	9,800	-279	-2.8%	
賃貸事業損益	1,927	1,200	-727	-37.7%	
不動産売却損益	6,543	4,900	-1,643	-25.1%	
匿名組合分配損益/その他	1,608	3,700	2,092	130.1%	

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

■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」を推進している。

1. 長期ビジョン

出所:決算説明会資料より掲載

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(2019年12月末時点では8,916億円)、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本柱に加えて、新たな成長軸である「アウトバウンドファンド」及び「デジタル・セキュリタイゼーション」(クラウドファンディング事業との連携を含む)の推進により、投資対象及び投資家層の拡大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。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つの新規事業を事業の柱に成長させることで投資対象及び投資家層の拡大を図り、AUMの成長を目指す AUM 4 兆円 REIT AUM 新規 事業 2.1 兆円 4つの 事業の柱 REIT 海外不動産投資市場 クラウドファンディング を通じた個人投資家の投 でのファンドマネジ 既存事業 本邦投資家に海外不動産への投資機会を ✓ ブロックチェーン技術等 を活用した不動産のデジ タルトークン化 ✓ 専門部署の立ち上げ 2018年末 2025年末

今後の成長戦略

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.



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

成長戦略

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、これまでの方向性を継承し、「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。

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

http://www.fisco.co.jp

ケネディクス 4321 東証 1 部

2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

成長戦略

これまでの 2 年間における中期経営計画の進捗を振り返ると、定量面及び定性面ともに順調に進捗している。また、今後の中長期的な展望についても、外部要因(好調な投資家ニーズの継続)や内部要因(ケネディクスモデルの進展)の両面から判断して、同社が持続的な成長を実現することは可能であると弊社ではみている。最大の課題は、AUM4 兆円の達成に向けていかに拡大ペースを維持・加速していくのかにある。また、「アウトバウンドファンド」や「デジタル・セキュリタイゼーション」(クラウドファンディング事業との連携を含む)など、新たな成長軸がどのように業績に寄与してくるのかにも注目している。さらには M&A による規模拡大も選択肢に入っており、今後の動向に注意する必要があるだろう。

■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。



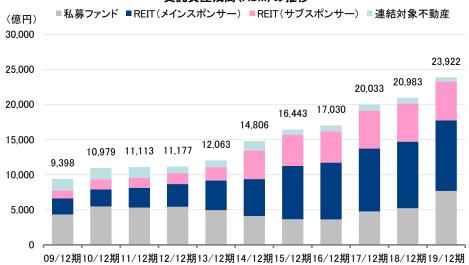
2020年3月17日(火)

4321 東証 1 部

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

過去の業績推移

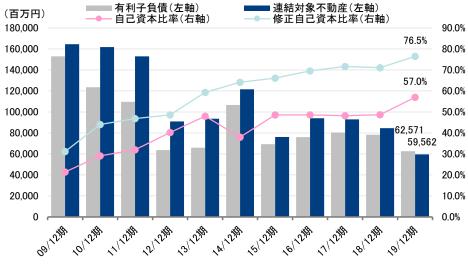




出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

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 関連投資等を資金使途とす 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 76.5% 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

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.



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

過去の業績推移

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(2019 年 12 月期は 11.2%)。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

GPIF の採用する 3 つの ESG インデックスの構成銘柄に選定

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」との考え方に基づき、ESG にも積極的に取り組んでいる。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※とサステナビリティ方針の制定を実施。2019年12月期に入ってからも、2019年2月にホームページ開示情報を整備すると、2019年4月には責任投資原則(PRI)へ署名、2019年5月にはサステナビリティ・レポートを作成するに至った。今後は統合報告書の作成も予定している。

※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 つの課題と 15 のテーマを設定している。

また、積極的な ESG への取り組みが評価され、GPIF *1 の採用する 3 つの ESG インデックス「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」*2、「S&P/JPX カーボン・エフィシェント指数」*3、「MSCI 日本株女性活躍指数(WIN)」*4 の構成銘柄に選定された。

- ※1世界最大級の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人。
- ※² MSCI の ESG リサーチに基づいて構築し、様々な ESG リスクを包括的に市場ポートフォリオに反映した ESG 総合型指数。
- ※3 同業種内で炭素効率性が高い企業、温室効果ガス削減に関する情報開示を行っている企業の投資ウエイトを高めた 指数。
- ※⁴ 多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から性別多様性スコアの高い企業を選別して指数を構築。



2020年3月17日(火)

http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

■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。

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、年間配当については、「ベース利益」の拡大に伴い、前期比9円増配の1株当たり16円(中間7.5円、期末8.5円)へと大きく引き上げた。また、自己株式についても25億円を取得し、その結果、総還元性向は56.5%と高い水準を維持している。

2020年12月期については、年間配当を前期比1円増配の1株当たり17円(中間8.5円、期末8.5円)を予定している。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である。



免責事項 (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 5-11-9

株式会社フィスコ

電話: 03-5774-2443(情報配信部) メールアドレス: support@fisco.co.jp