

ケネディクス

4321 東証 1 部

2015 年 9 月 18 日（金）

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

※ 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。

■ 受託資産残高 1.5 兆円超、15 年 12 月通期は大幅増益を見込む

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。J-REIT（リート）の6銘柄（2015年7月末）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1.5兆円を超える。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。2008年のリーマン・ショックによる金融引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、その後の好調な不動産マーケットを背景に、同社の業績も勢いを回復している。収益基盤の強化も進み、新たな成長ステージに入ったとみられる。

2015年12月期第2四半期累計期間（2015年1月～6月、以下、上期）の業績は、営業収益が前年同期比8.3%減の13,279百万円、営業利益が同22.3%増の5,829百万円、経常利益が同36.2%増の5,274百万円、四半期純利益が同61.8%増の7,934百万円となり、想定を上回る進捗であったようだ。連結対象不動産の売却が一巡したことで減収となったものの、総合的な収益力を示す四半期純利益は、受託資産残高が順調に拡大したことや、好調な不動産マーケットを背景とした売却益の積上げにより大幅な増益となった。また、2015年2月にケネディクス商業リート投資法人<3453>（商業施設）、7月にはジャパン・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が上場となった。

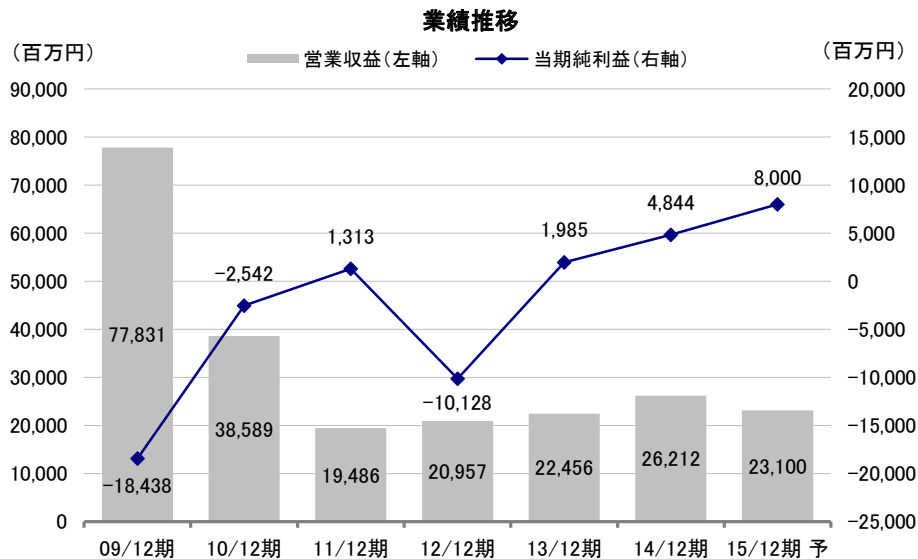
同社は、上期業績が想定を上回る進捗であったことや足元の状況等を踏まえ、2015年12月期の業績予想を大きく増額修正した。修正後の業績予想は、営業収益が前期比11.9%減の23,100百万円（修正幅+1,500百万円）、営業利益が同4.3%増の8,500百万円（修正幅+1,000百万円）、経常利益が同17.1%増の7,500百万円（修正幅+800百万円）、当期純利益が同65.1%増の8,000百万円（修正幅+2,000百万円）と大幅な増益を見込んでいる。重視する業績管理指標のベース利益※も前期比152.5%増の3,300百万円に大きく拡大するとともに、ROEも9.9%（前期は6.5%）に上昇する見通しであり、新たな中期経営計画の実現に向けて順調なスタートを切るものとみられる。

同社は、2017年12月期を最終年度とする中期経営計画を進めている。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、最終年度のベース利益4,000百万円、3年平均ROE8.0%を目標に掲げている。

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、市場拡大が期待できる対象資産への取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

- ・ 今期は2つのJ-REITが上場
- ・ 2Qは減収ながら2ケタの大幅増益、期初想定を上回る
- ・ 通期業績予想を大きく増額修正、当期純利益80億円見込む



■ 事業概要

国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社

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 1.5 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。

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」、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。

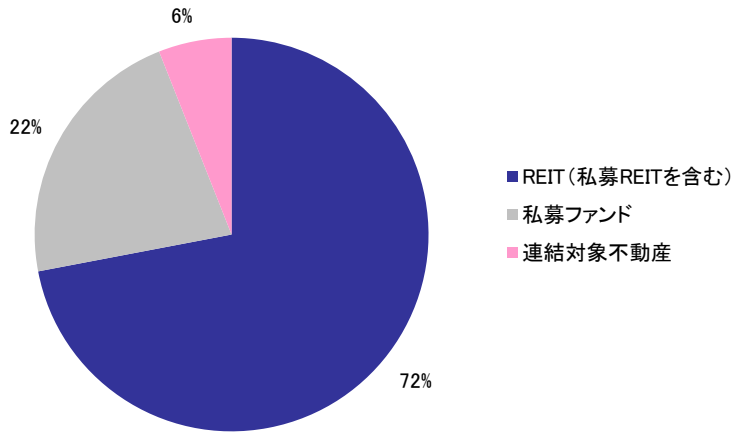
各事業セグメントの概要は以下のとおりである。

a) アセットマネジメント事業

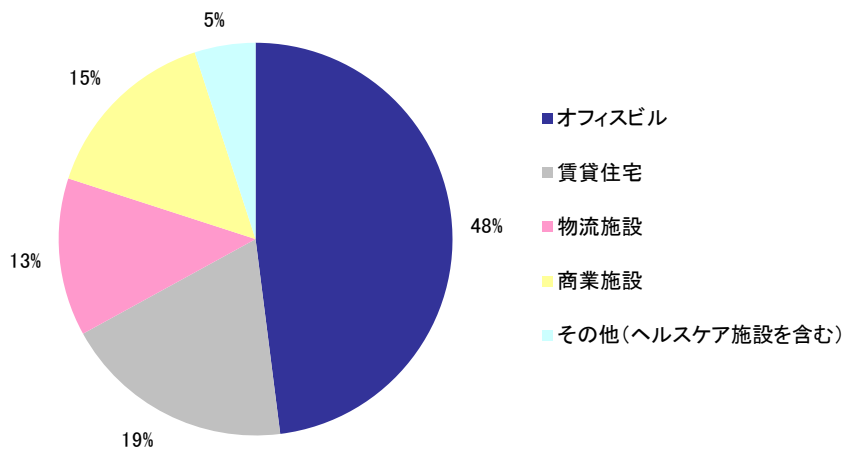
REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、受託資産残高に対しておおむね 0.5% の運用報酬（アセットマネジメントフィー収入）が安定的な収益源となっている。

2015 年 6 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 72%、私募ファンドが約 22% を占める（残り約 6% は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル 48%、賃貸住宅 19%、商業施設 15%、物流施設 13%、その他（ヘルスケア施設を含む）5% で構成されている。

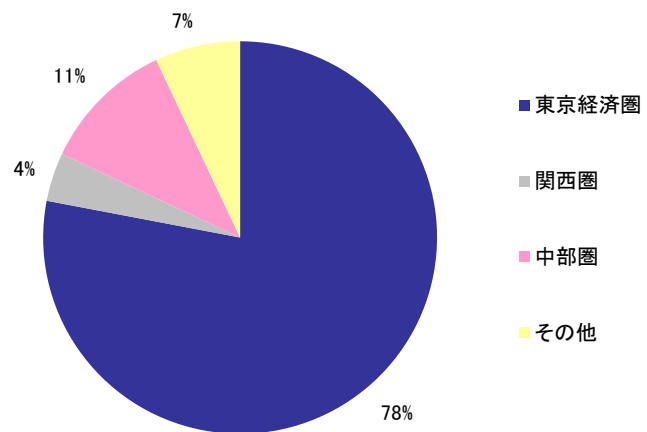
投資家別AUM



アセットクラス別AUM

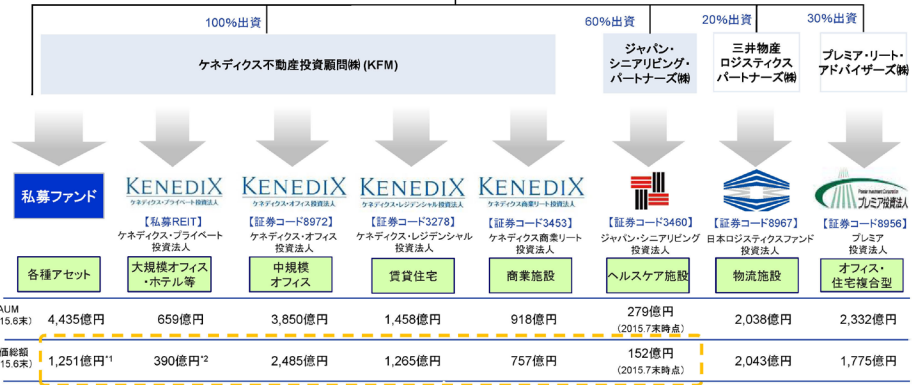


地域別AUM



REIT には、上場している J-REIT の 6 銘柄（2015 年 2 月と 7 月に上場した 2 つの J-REIT を含む）、私募 REIT の 1 銘柄が含まれる。

ケネディクスグループの AM ビジネス



※1 ケネディクス株式会社の時価総額
 ※2 非上場のため、発行済投資口数×基準価額にて算出
グループ時価総額: 6,303億円
 ※ケネディクス株式会社及びケネディクスグループが主体的に運用を行っているREITの時価総額合計 (日本ロジスティクスファンド投資法人、プレミア投資法人は含まれていません)

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。

c) 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

今期は 2 つの J-REIT が上場

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 ケ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。

2015 年 2 月にケネディクス商業リート投資法人〈3453〉（商業施設）、7 月にはジャパン・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 が上場となった。

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 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

■ 企業特長

受託資産残高は着実に積み上げ、収益を安定的に伸ばす

(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。1.5 兆円を超える受託資産は、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、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。

6 つの J-REIT を運用、様々なアセットクラスを取りそろえる

(2) 豊富なラインアップをそろえる 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特長があったが、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関連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 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。

■ 決算概要

アセットマネジメントフィーが収益基盤を支える

(1) 収益体系

同社の決算分析を行う上で、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 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 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。また、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、資金調達に係る支払金利（営業外費用）と合わせて総合的に判断する必要がある。

2015 年 9 月 18 日（金）

※1 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れ方法である。

※2 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

2Q は減収ながら 2 ケタの大幅増益、期初想定を上回る

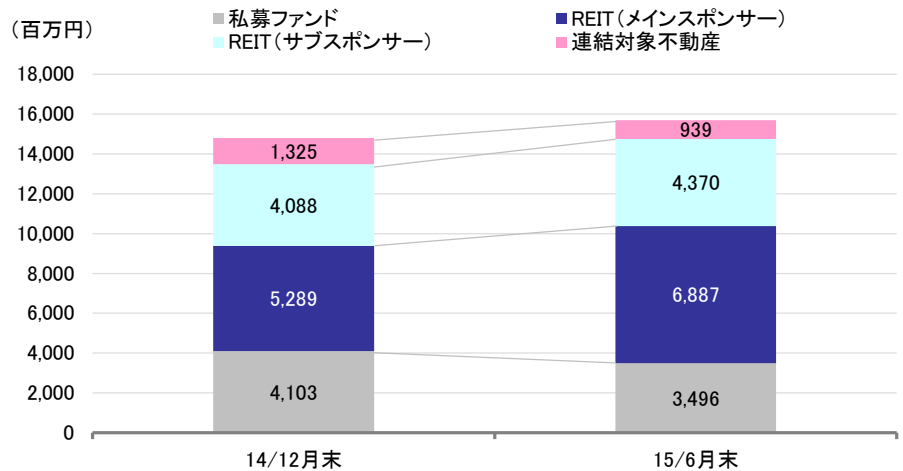
(2) 2015 年 12 月期第 2 四半期累計期間の業績

2015 年 12 月期第 2 四半期累計期間（2015 年 1 月－6 月、以下、上期）の業績は、営業収益が前年同期比 8.3% 減の 13,279 百万円、営業利益が同 22.3% 増の 5,829 百万円、経常利益が同 36.2% 増の 5,274 百万円、純利益が同 61.8% 増の 7,934 百万円となり、想定を上回る進捗であったようだ。

連結対象不動産（棚卸資産）の売却が一巡したことで営業収益は減収となったものの、同社の中核であるアセットマネジメント事業は受託資産残高の拡大により順調に伸長しており、同社業績の伸びをけん引している。また、総合的な収益力を示す純利益が大きく伸びたのは、ノンリコースローン※1 の減少による支払金利の削減と、好調な不動産マーケットを背景として連結対象不動産（有形固定資産）の売却益が特別利益に計上されたことによる。

なお、受託資産残高は、各 REIT の成長（2015 年 2 月と 7 月に上場した 2 つの J-REIT を含む）により 1 兆 5,693 百万円（前期末比 5.9% 増）と拡大した。また、そのうち、同社が重視しているベース AUM※2 の残高も 1 兆 383 億円（前期末比 10.5% 増）と増加している。ただ、私募ファンドについては縮小傾向が続いており、2015 年 6 月末残高も 3,496 百万円（前期末比 14.8% 減）と減少しているが、国内外の投資家から様々な不動産投資ニーズが高まっているなかで、足元では底打ち感があるようだ。2015 年 7 月には第一生命保険〈8750〉との共同投資により不動産コアファンド（首都圏に所在する複数の賃貸住宅を対象）を組成するなど、今後は私募ファンドにも注力する方針を掲げている。

2015年6月末の受託資産残高(AUM)の状況(前期末比)



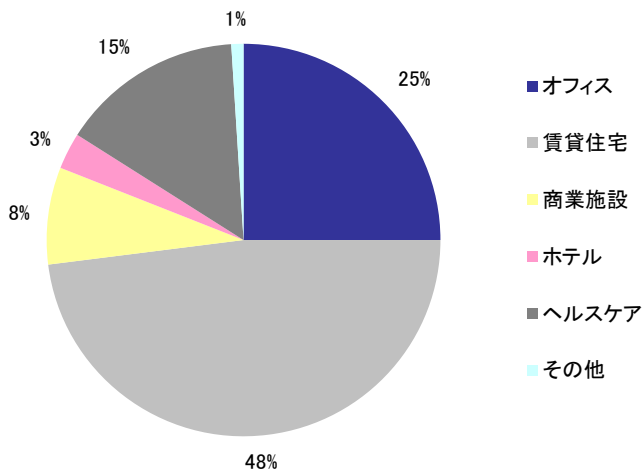
一方、不動産投資事業における自己勘定投資については、自己資本（エクイティ）の範囲内という方針の下、上期においては約 325 億円の新規投資を行った。そのうち不動産関連投資（約 290 億円）については、これまでのオフィスや商業施設等を対象とした REIT 向けブリッジファンド中心から、賃貸住宅を対象とした不動産メザニンローンへの投資比率が高まっている。メザニンローンはミドルリスク・ミドルリターン（おおむね 7～8%と推定）を狙うものを中心に、また流動性も比較的高いことから、通常のエクイティ投資に比べて手堅い投資タイプとみることができる。

ケネディクス

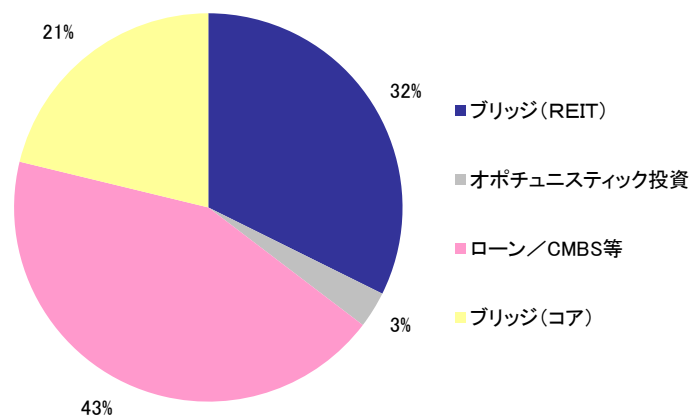
4321 東証 1 部

2015 年 9 月 18 日（金）

2015年12月期第2四半期累計 不動産関連投資（約290億円）の内訳



投資クラス



2015 年 9 月 18 日 (金)

財務面では、REIT 向けを中心に連結対象不動産（棚卸資産及び有形固定資産）の売却が順調に進んだことから総資産は 183,320 百万円（前期末比 10.8% 減）に縮小した一方、純資産は内部留保の積増しにより 89,133 百万円（前期末比 4.4% 増）に増加したことから自己資本比率は 46.2%（前期末は 38.0%）に上昇した。また、有利子負債残高についても、連結対象不動産の売却に伴ってノンリコースローンが大きく減少するとともに、通常のコーポレートローン（無担保運転資金）についても、低利で長期安定的なものにリファイナンスを行っており、財務の健全性はさらに高まったものと評価できる。

2015 年 6 月末の財務の状況（前期末比）

(単位：百万円)

	14/12 期 実績	15/12 期 2Q 実績	増減	
			増減	増減率
流動資産	50,588	53,599	3,011	6.0%
現金及び預金	28,546	39,445	10,899	38.2%
販売用不動産	12,114	1,129	-10,985	-90.7%
営業貸付金	668	8,183	7,515	1125.0%
固定資産	152,679	129,720	-22,959	-15.0%
有形固定資産	119,071	93,997	-25,074	-21.1%
無形固定資産	3,832	3,820	-12	-0.3%
投資その他の資産	29,775	31,903	2,128	7.1%
総資産	203,268	183,320	-19,948	-9.8%
流動負債	18,267	17,697	-570	-3.1%
固定負債	99,649	76,488	-23,161	-23.2%
純資産	85,351	89,133	3,782	4.4%
負債及び純資産	203,268	183,320	-19,948	-9.8%
連結対象不動産	131,185	95,126	-36,059	-27.5%
棚卸資産	12,114	1,129	-10,985	-90.7%
有形固定資産	119,071	93,997	-25,074	-21.1%
有利子負債	106,615	85,457	-21,158	-19.8%
うち、ノンリコースローン	82,888	54,999	-27,889	-33.6%
自己資本比率	38.0%	46.2%	8.2%	-

(単位：億円)

受託資産残高	14,806	15,693	887	6.0%
--------	--------	--------	-----	------

通期業績予想を大きく増額修正、当期純利益 80 億円見込む

(3) 2015 年 12 月期の業績予想

同社は、上期業績が想定を上回る進捗であったことや足元の状況等を踏まえ、2015 年 12 月期の業績予想を大きく増額修正した。アクイジションフィーの増加を主因とするアセットマネジメント事業の拡大と、好調な不動産マーケットを背景として幅広い案件から売却益が積み上がったことが増額修正の理由である。

修正後の業績予想として、営業収益を前期比 11.9% 減の 23,100 百万円（修正幅 + 1,500 百万円）、営業利益を同 4.3% 増の 8,500 百万円（修正幅 + 1,000 百万円）、経常利益を同 17.1% 増の 7,500 百万円（修正幅 + 800 百万円）、当期純利益を同 65.1% 増の 8,000 百万円（修正幅 + 2,000 百万円）を見込んでおり、特に当期純利益が大きく伸びる見通しとなっている。また、重視する業績管理指標であるベース利益も前期比 152.5% 増の 3,300 百万円、ROE も 9.9%（前期は 6.5%）と予想しており、同社業績は好調に推移するものとみている。

2015年9月18日（金）

上期同様、連結対象不動産（棚卸資産）の売却が一巡したことにより営業収益は減収となるものの、アセットマネジメント事業の拡大が同社業績の伸びをけん引する見通しである。また、ノンリコースローンの減少に伴う支払金利（営業外費用）の削減や連結対象不動産（有形固定資産）の売却益（特別利益）が当期純利益の大幅な伸びに寄与する想定である。ただ、下期に特別損失 2,800 百万円を見込んでいるのは、過去を含み損を抱えた連結対象不動産の処分によるものである。本件により、過去を含み損を抱えた連結対象不動産の整理は完了（含み損の一掃）するもようである。

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 45.9% 増の 8,500 百万円と見込んでいる。受託資産残高の順調な拡大により、アセットマネジメントフィーが安定した伸びとなることに加えて、アキュイジションフィーの増加が業績の伸びに寄与する見通しである。

不動産関連事業の営業総利益は、前期比 13.6% 増の 1,000 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見通しである。

不動産投資事業の営業総利益は、前期比 16.3% 減の 5,700 百万円と見込んでいる。顧客投資家との共同投資から生じる匿名組合分配益が増加するものの、連結対象不動産（棚卸資産）の売却の一巡による不動産売却損益や連結対象不動産の減少に伴う賃貸事業損益の落ち込みにより減益となる見通しである。ただ、連結対象不動産（有形固定資産）の売却に伴う損益として、特別利益に 5,200 百万円（前期は 3,669 百万円）及び特別損失に 2,800 百万円（前期は 6,146 百万円）をそれぞれ見込んでおり、トータルでは大幅な増益となるものとみることができる。

なお、2015年12月期の新規投資については、上期実績として既に約 325 億円を実施していることに加え、連結対象不動産の売却が順調に進んでいることから、設定上限枠を 350 億円から 450 億円に増枠した。同社のファンドビジネスの成長に結び付く REIT 向けのブリッジファンド投資や不動産コアファンド投資、不動産開発投資（商業施設やヘルスケア関連施設を中心）のほか、不動産メザニンローン（賃貸住宅など）などを含む不動産関連投資に約 390 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）に合わせて約 60 億円（前期実績は約 107 億円）を計画している。

新規投資枠 450 億円については、不動産関連投資からの回収見込額を充てる予定であり、2015年12月末の投資エクスポージャー（リスク量）は約 706 億円（前期末は約 736 億円）に減少するとともに、投資余力として約 100 億円を残すイメージを描いているようだ。これまでの積上げ型から、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ことに加えて、やや慎重な投資スタンスと見受けられる。

弊社では、上期実績や好調な市場環境等を勘案して、同社の業績予想は十分に達成可能と判断しており、新たな中期経営計画の実現に向けて順調なスタートを切るものとみている。

2015年12月期業績予想

	14/12 期 実績		15/12 期 予想（修正後）		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	26,212	-	23,100		-3,112	-11.9%
原価	12,693	48.4%	7,900	34.2%	-4,793	-37.8%
営業総利益	13,519	51.6%	15,200	65.8%	1,681	12.4%
販管費	5,371	20.5%	6,700	29.0%	1,329	24.7%
営業利益	8,147	31.1%	8,500	36.8%	353	4.3%
経常利益	6,406	24.4%	7,500	32.5%	1,094	17.1%
当期純利益	4,844	18.5%	8,000	34.6%	3,156	65.1%

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 (修正後)	増減	
			増減	増減率
アセットマネジメント事業	5,825	8,500	2,675	45.9%
アキュイジションフィー	1,093	2,700	1,607	147.0%
アセットマネジメントフィー	2,864	3,600	736	25.7%
インセンティブフィー	686	1,000	314	45.8%
ディスポジションフィー	638	900	262	41.1%
その他	542	300	-242	-44.6%
不動産関連事業	880	1,000	120	13.6%
プロパティマネジメントフィー	539	800	261	48.4%
マスターリース損益	340	200	-140	-41.2%
不動産投資事業	6,812	5,700	-1,112	-16.3%
賃貸事業損益	4,355	2,200	-2,135	-49.3%
不動産売却	1,232	900	-332	-26.9%
匿名	1,219	2,000	781	64.1%
その他	25	600	575	-

■成長戦略

17 年 12 月期にベース利益 4,000 百万円、平均 ROE8.0% の実現を目指す

(1) 中期経営計画

同社は、今期（2015 年 12 月期）を初年度とする新たな中期経営計画を進めている。「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」というミッションステートメントの下、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の追求を重点施策として、最終年度である 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関連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の追求

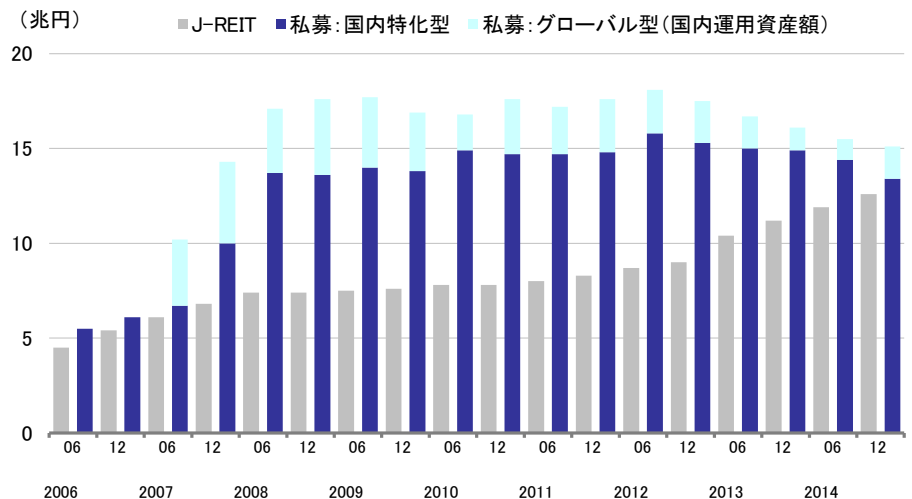
単体有利子負債水準の健全なコントロールや不動産投資と自己資本の健全なバランスの確保により財務の健全性の更なる強化を図るとともに、ベース利益に基づく配当の継続や機動的な株主還元に向けた内部留保の充実にも取り組む。

不動産投資ファンド市場の規模は約 27.7 兆円

(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12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27.7兆円となっている。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指数は好調に推移しており、J-REITの銘柄数も2015年1月以降に新規上場した4銘柄を含め、2015年7月末には53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



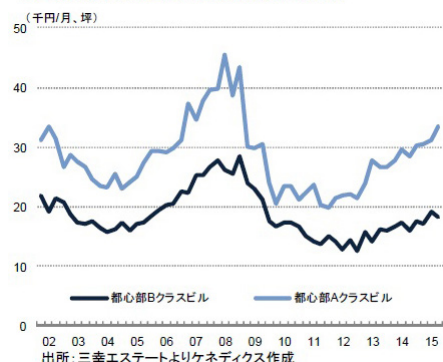
2015 年 9 月 18 日 (金)

(2) 不動産投資環境

a) オフィス市場

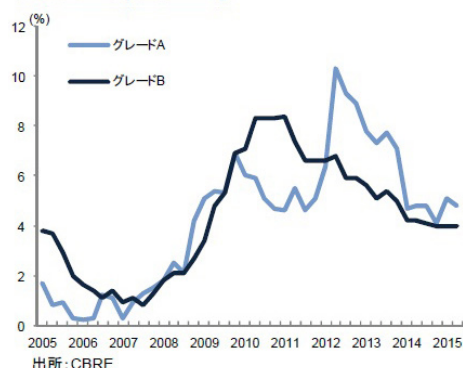
オフィスビル平均成約賃料は 2013 年に上昇に転じており、平均空室率も改善傾向にある。中期的に見ても都内のオフィス供給量は安定的に推移する見通しであり、しばらくは好調な市況が持続すると考えられる。

平均成約賃料の推移(東京都心部)



出所：会社資料

平均空室率(東京23区)



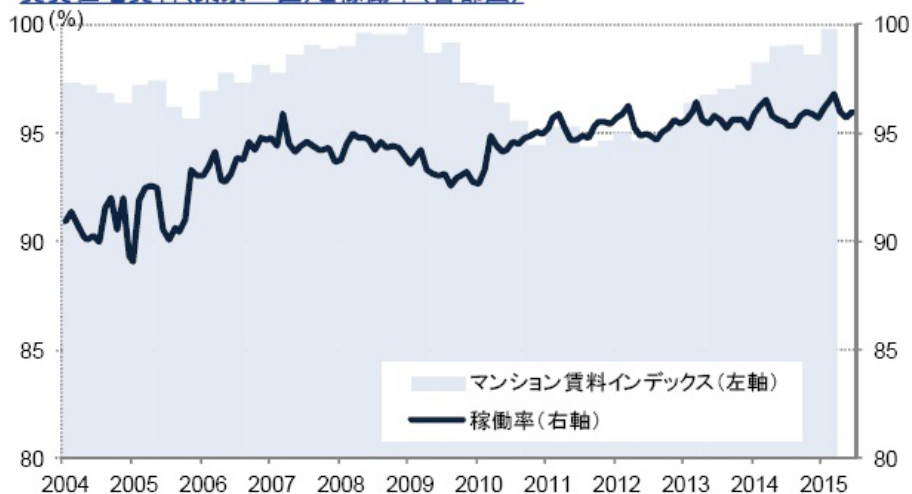
出所：CBRE

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、需給バランスはタイトな状況が続くものと予想されている。

東京 23 区のマンション賃料総合指数と稼働率

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

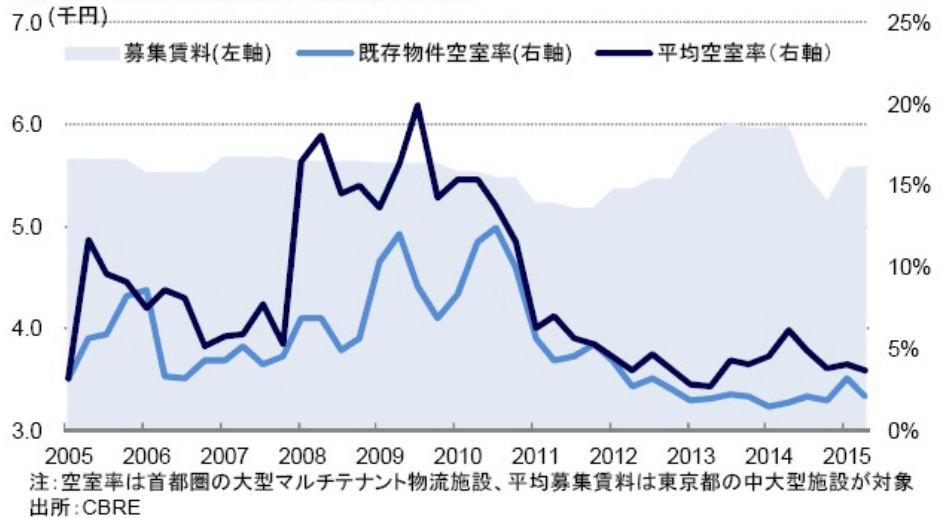
出所：J-REIT開示情報、マンション賃料インデックス(アットホーム㈱、㈱三井住友トラスト基礎研究所)よりケネディクス作成

出所：会社資料

首都圏物流施設空室率は e コマース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。2014 年に一旦上昇の兆しがあったものの、足元では落ち着いた推移を見せている。今後もインターネット通販専業のみならず、小売業者の e コマース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

首都圏物流施設空室率と平均募集賃料



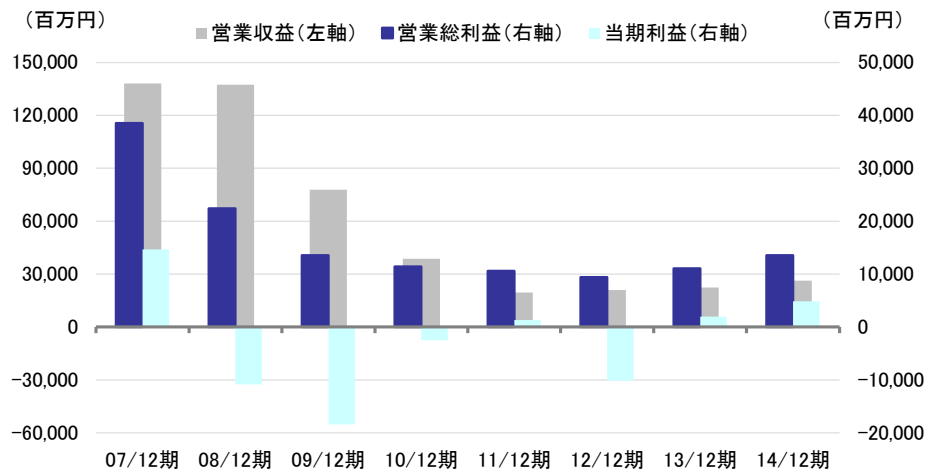
出所: 会社資料

■ 過去の業績推移※

事業立て直しや市況回復などにより 13 年 12 月期から業績回復に転じる

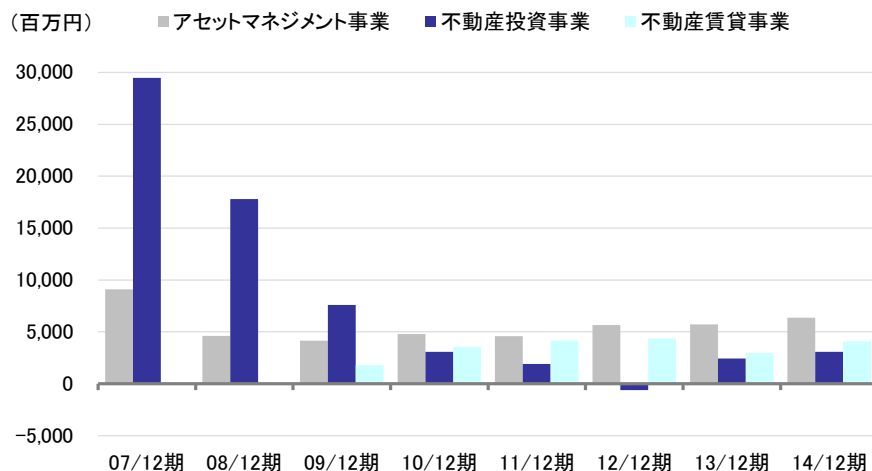
過去の業績を振り返ると、2007 年 12 月期に業績のピークを迎えた後、2008 年のリーマン・ショックに伴う不動産市況の悪化等により、同社の業績（営業収益及び営業総利益）は下降線をたどってきた。特に不動産市況の影響を大きく受ける不動産投資事業の低迷が業績の足を引っ張った。一方、アセットマネジメント事業は 2008 年 12 月期にインセンティブフィーの縮小等で一度落ち込んだものの、その後は安定的に推移しており同社の業績を下支えしてきた。また、当期純利益は、過去の含み損を抱えた連結対象不動産の売却損（特別損失）により低迷してきたが、2014 年 12 月期には含み損の処理にめどがついたものとみられる。

営業収益及び営業総利益、当期利益



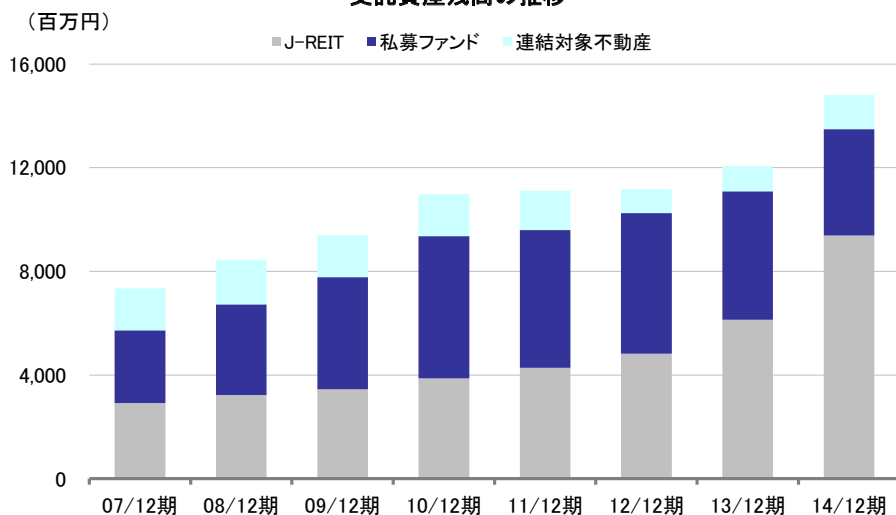
※ 同社は 2015 年 12 月期よりセグメント区分の変更を行っているため、旧セグメントによる業績推移となっている。

営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。

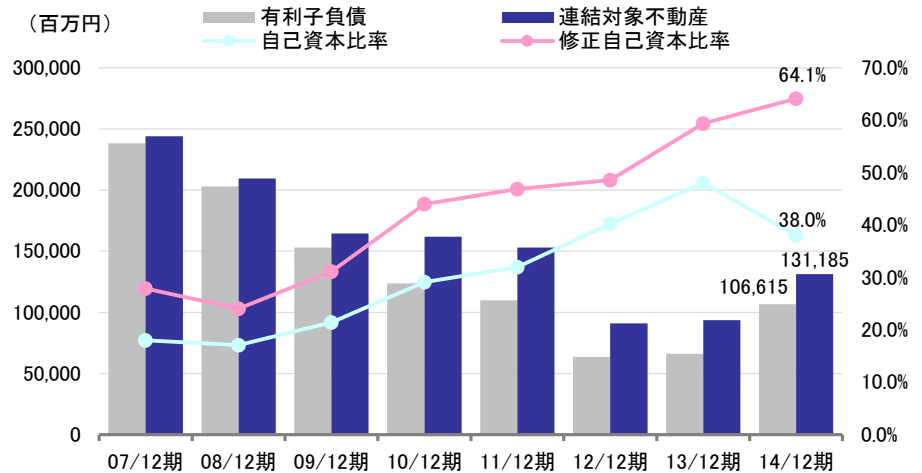
受託資産残高の推移



財務面では、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）

連結対象不動産及び有利子負債、自己資本比率の推移



一方、資本効率を示す 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 ROE8.0% を目指している。

■株主還元

15 年 12 月期は 1 円増配の 4 円配当予定、利益成長に伴う増配に期待

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 円の復配を実施した。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・表示したのですが、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