

ケネディクス

4321 東証 1 部

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

2016 年 3 月 9 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

[企業情報はこちら >>>](#)

※ ベース利益とは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

■ 不動産を自ら保有せず、ファンドが保有するモデルで成長拡大を目指す

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1.6兆円を超える。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として同社の業績も好調に推移している。バランスシートの再構築が完了したことに加え、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」の本格稼働により、同社は新たな成長ステージに入った。

2015年12月期の業績は、営業収益が前期比0.8%減の25,997百万円、営業利益が同24.2%増の10,119百万円、経常利益が同42.5%増の9,127百万円、当期純利益が同102.4%増の9,807百万円と大幅な増益となった。連結対象不動産の売却が一巡したことで営業収益はわずかに減収となったものの、主力のアセットマネジメント事業が2つのJ-REITの上場を含む受託資産残高の拡大により大きく伸長しており、同社の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についても、支払金利の削減に加えて、好調な不動産マーケットを背景とした売却益（特別利益）の積み上げや過去投資案件の処分損（特別損失）の縮小により大きく伸びた。2015年11月には株主還元の一環として、自社株買い約20億円を実施している。

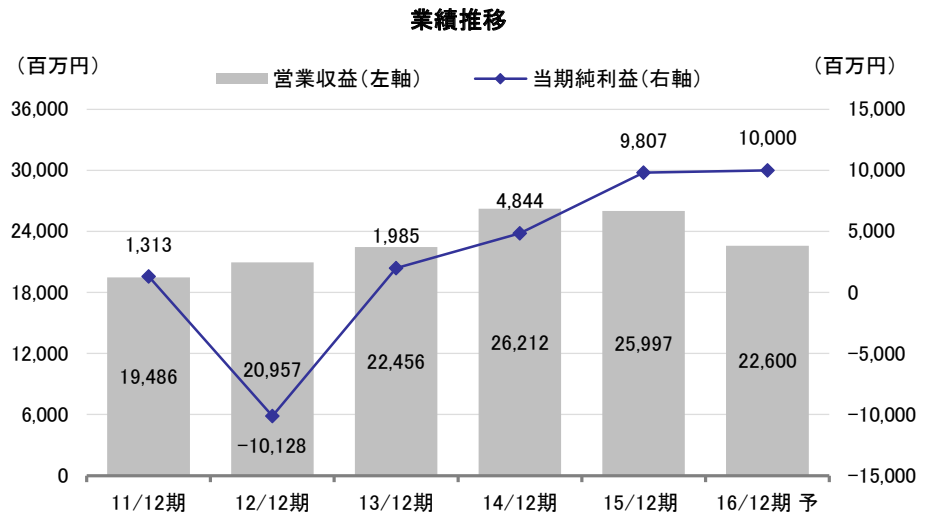
2016年12月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比13.1%減の22,600百万円、営業利益を同8.1%減の9,300百万円、経常利益を同10.7%増の10,100百万円、当期純利益を同2.0%増の10,000百万円と見込んでいる。営業利益はこれまで拡大基調であったREIT向けビジネスが巡航速度に落ち着くことから一旦減益となる想定であるが、純利益については、支払金利の削減や過去投資案件の処分損（特別損失）の解消により増益を確保する見通しであり、引き続き好調な決算が持続するものと捉えるのが妥当だろう。

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、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、共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求の3項目を重点施策とし、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、市場拡大の期待できる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、今後の成長に向けた動きに注目している。特に、潤沢なキャッシュポジションの使い道（資金アロケーション）についてもフォローしていきたい。

Check Point

- ・様々なアセットクラスの 7 つの REIT を運用、豊富なラインアップが強み
- ・2015 年 12 月期は大幅な増益、期初予想に対しても大きく上回る利益で着地
- ・2017 年 12 月期にベース利益 40 億円、3 年平均 ROE8% を目標とする



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、受託資産残高は 1.6 兆円超

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 1.6 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。

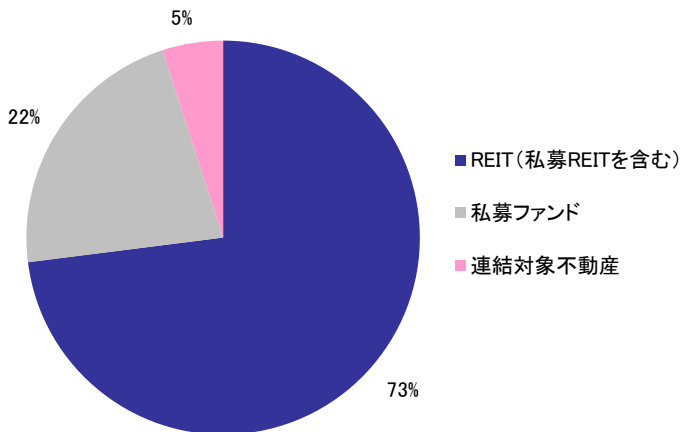
各事業セグメントの概要は以下のとおりである。

a) アセットマネジメント事業

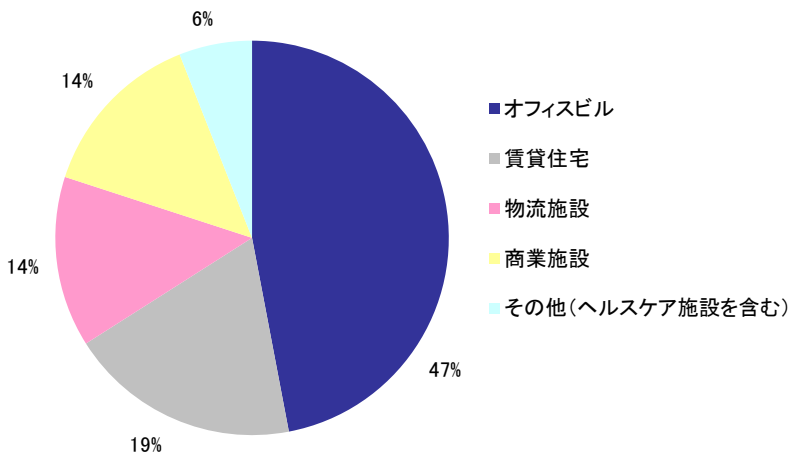
REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、受託資産残高に対しておおむね 0.5% の運用報酬（アセットマネジメントフィー収入）が安定的な収益源となっている。

2015 年 12 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 73%、私募ファンドが約 22% を占める（残り約 5% は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル 47%、賃貸住宅 19%、商業施設 14%、物流施設 14%、その他（ヘルスケア施設を含む）6% で構成されている。

投資家別AUM



アセットクラス別AUM



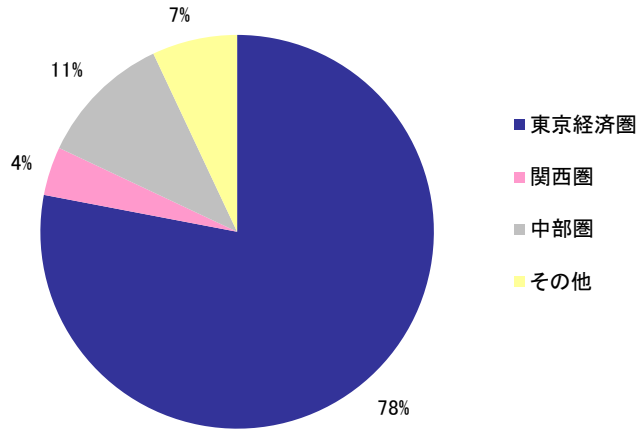
ケネディクス

4321 東証 1 部

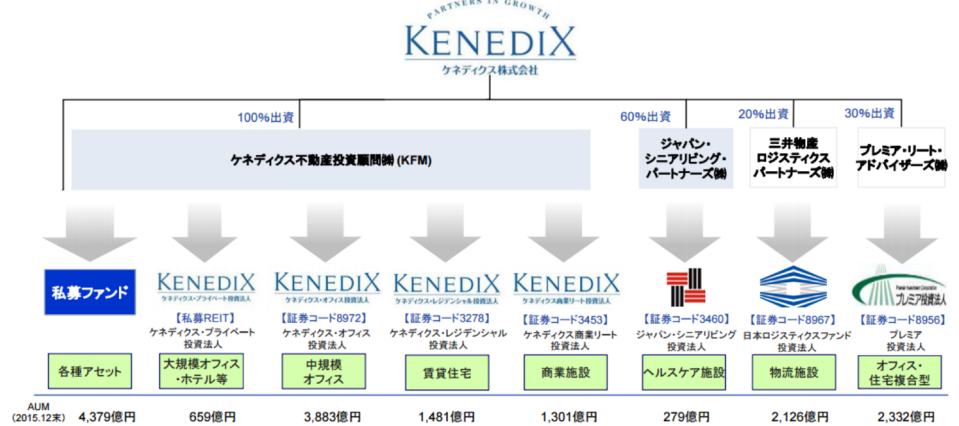
http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

2016 年 3 月 9 日（水）

地域別AUM



ケネディクスグループの資産管理ビジネス



出所：決算説明会資料

REIT には、上場している J-REIT の 6 銘柄と私募 REIT の 1 銘柄が含まれる。

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、資産管理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、ファンドの顧客投資家と同社との共同投資等によるものであり、資産管理事業（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。

2016 年 3 月 9 日（水）

■ 沿革

不動産投資ファンド市場の成長とともに業績を順調に拡大

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 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）（旧中央三井信託銀行（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。

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。

2015 年 5 月には、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した。

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	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
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

■企業特徴

独立系で国内最大規模の受託資産、高いブランド力と運用ノウハウで正の循環

(1) 受託資産の積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。1.6 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。

様々なアセットクラスの 7 つの REIT を運用、豊富なラインアップが強み

(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 と 1 つの私募 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

同社の収益基盤を支えるフィー収入

(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 (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
アセットマネジメントフィー (運用報酬)	・ 不動産等の運用・管理を通じて収益を維持・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
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
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

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、資金調達にかかる支払金利（営業外費用）と合わせて総合的に判断する必要がある。



ケネディクス

4321 東証 1 部

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

2016 年 3 月 9 日（水）

※ 1 返済の原資となる資産を投資物件等に限定した借入方法である。

※ 2 ベース利益とは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。

※ 3 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。

2015 年 12 月期は大幅な増益、期初予想に対しても大きく上回る利益で着地

(2) 2015 年 12 月期の業績

2015 年 12 月期の業績は、営業収益が前期比 0.8% 減の 25,997 百万円、営業利益が同 24.2% 増の 10,119 百万円、経常利益が同 42.5% 増の 9,127 百万円、当期純利益が同 102.4% 増の 9,807 百万円と大幅な増益となった。期初予想に対しても、2015 年 8 月 7 日及び 2016 年 1 月 13 日付の 2 回の増額修正を伴いながら、営業収益及び各利益ともに大きく上回る着地となった。

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わずかに減収となった。一方、営業総利益は、主力のアセットマネジメント事業が受託資産残高の拡大等により大きく伸長しており、同社の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についても、ノンリコースローン※¹の減少による支払金利の削減に加えて、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（特別利益）を積み上げたこと、過去投資案件の処分損（特別損失）が縮小したことにより大きく伸びた。同社が重視するベース利益※²も 3,854 百万円（前期比 194.9% 増）と大きく拡大した。

なお、受託資産残高は、2つの J-REIT の上場を含む各 REIT の成長により 1 兆 6,443 億円（前期末比 11.0% 増）と拡大した。そのうち、同社が重視しているベース AUM※³の残高も 1 兆 1,259 億円（同 19.8% 増）と大きく増加している。ただ、私募ファンドについては物件売却の進展等により縮小傾向が続いており、2015 年 12 月末残高も 3,653 億円（同 10.9% 減）に減少しているが、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。

財務面では、REIT 向けや長期保有（過去投資案件）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 171,575 百万円（前期末比 15.6% 減）に縮小した一方、純資産は内部留保の積み増しにより 92,353 百万円（同 8.2% 増）に増加したことから、自己資本比率は 48.6%（前期末は 38.0%）に大きく改善した。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。一方、資本効率を示す ROE も 12.2%（前期は 6.5%）と大きく改善している。現金及び預金残高が 39,445 百万円（前期末比 66.6% 増）に積み上がっている点については、金融マーケットの先行きにやや不透明感があるなかで、投資戦略（資金アロケーション）の選択の幅を広げる意味では前向きに評価することもできるだろう。



ケネディクス

4321 東証 1 部

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

2016 年 3 月 9 日（水）

2015 年 12 月期の損益の状況

（単位：百万円）

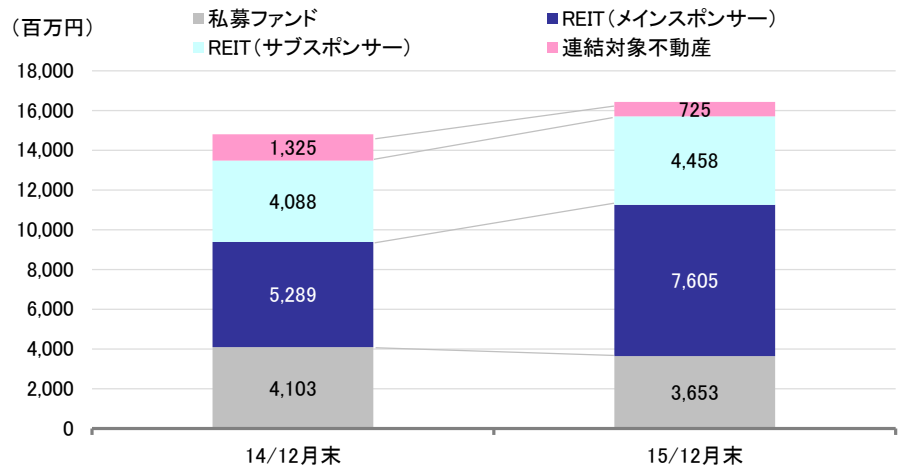
	14/12 期 実績		15/12 期 実績		増減	
		対営業収益		対営業収益		増減率
営業収益	26,212		25,997		-215	-0.8%
営業総利益	13,519	51.6%	16,933	65.1%	3,414	25.3%
販管費	5,371	20.5%	6,814	26.2%	1,443	26.9%
営業利益	8,147	31.1%	10,119	38.9%	1,972	24.2%
営業外収益	697	-	712	-	15	2.2%
営業外費用	-2,438	-	-1,703	-	735	-30.1%
経常利益	6,406	24.4%	9,127	35.1%	2,721	42.5%
特別利益	3,669	-	5,862	-	2,193	59.8%
特別損失	-6,146	-	-3,601	-	2,545	-41.4%
税金等調整前当期純利益	3,930	15.0%	11,388	43.8%	7,458	189.8%
当期純利益	4,844	18.5%	9,807	37.7%	4,963	102.4%
ベース利益	1,307		3,854		2,547	194.9%

2015 年 12 月末の財務の状況

（単位：百万円）

	14/12 月末	15/12 月末	増減	
				増減率
流動資産	50,588	63,538	12,950	25.6%
現金及び預金	28,546	47,545	18,999	66.6%
販売用不動産	12,114	1	-12,114	-100.0%
営業貸付金	668	6,947	6,279	940.0%
固定資産	152,679	108,036	-44,643	-29.2%
有形固定資産	119,071	73,312	-45,759	-38.4%
無形固定資産	3,832	4,334	502	13.1%
投資その他の資産	29,775	30,388	613	2.1%
総資産	203,268	171,575	-31,693	-15.6%
流動負債	18,267	17,963	-304	-1.7%
固定負債	99,649	61,259	-38,390	-38.5%
純資産	85,351	92,353	7,002	8.2%
負債及び純資産	203,268	171,575	-31,693	-15.6%
連結対象不動産	131,185	73,312	-57,973	-44.2%
棚卸資産	12,114	-	-12,114	-100.0%
有形固定資産	119,071	73,312	-45,759	-38.4%
有利子負債	106,615	69,307	-37,308	-35.0%
うち、ノンリコースローン	82,888	45,634	-37,254	-44.9%
自己資本比率	38.0%	48.6%	10.6	-

2015年12月末の受託資産残高(AUM)の状況(前期末比)

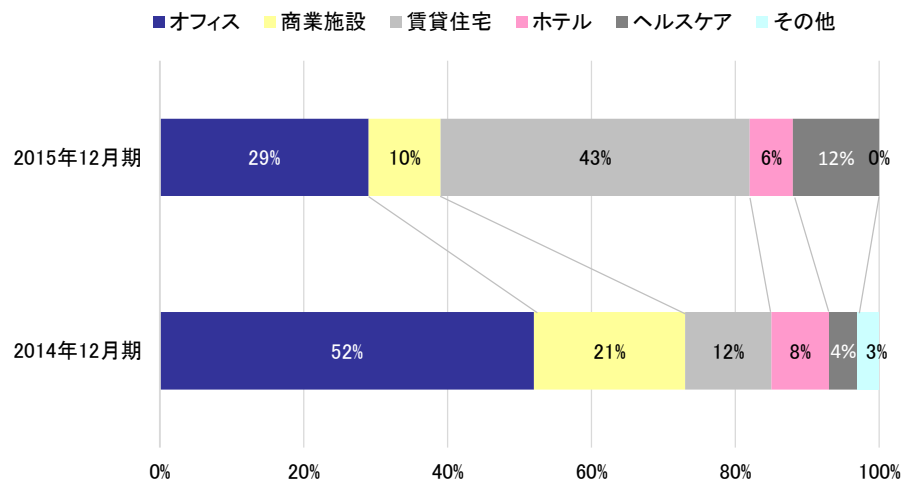


自己勘定投資はアセットクラス及び投資タイプともバランスのよい配分

(3) 2015 年 12 月期の投資実績

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（エクイティ）の範囲内という方針のもと、回転投資（既存投資からの回収の範囲内で再投資を行う）により、2015 年 12 月期は約 376 億円（前期は約 295 億円）の新規投資を行った。これまでのオフィスや商業施設等を対象とした REIT 向けのブリッジファンド中心から、賃貸住宅を対象としたコアファンド※¹ や不動産メザニンローン※² への投資比率が高まるなど、アセットクラス及び投資タイプともバランスのよい配分となっている。

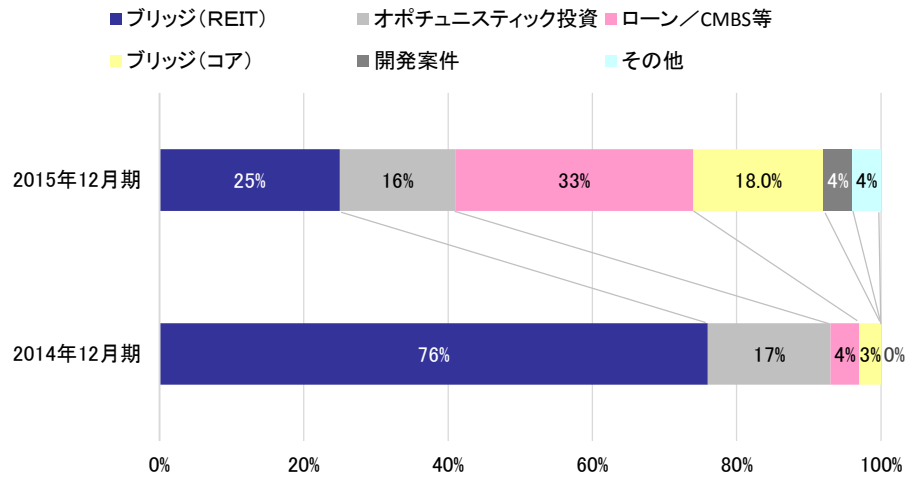
不動産関連投資(新規実行分)の内訳



※¹ 安定的なインカムゲインの獲得を目的として長期的な運用を目指すファンドである。一方、オポチュニスティックとは、短期的なキャピタルゲインを狙うハイリスク・ハイリターン型の投資タイプである。

※² ミドルリスク・ミドルリターン（おおむね 7 ～ 8% と推定）を狙うものが中心であり、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。

投資クラス



一方、2015 年 12 月末の投資金額総計（投資エクスポージャー）850 億円の内訳を見ると、2014 年 12 月末と比べて REIT 向けのブリッジファンドや長期保有（含み損を抱えた過去投資案件を含む）が大きく減少する一方、開発案件や不動産メザニンローンなどが大きく伸びているところに特徴がある。特に注目すべき点は、これまで業績の足を引っ張ってきた過去投資案件が一掃されたこと、分散されたバランスの良い投資ポートフォリオになっていること、投資余力として 150 億円を残していることの 3 つである。

特に、投資余力 150 億円については、前述した潤沢なキャッシュポジションと連動しており、やや慎重な投資スタンスとして捉えることができる。ただ、繰り返しになるが、金融マーケットの先行きにやや不透明感があるなかで、投資戦略の選択の幅を広げる意味では評価できるものである。

投資エクスポージャーの内訳

（単位：億円）

	2014 年 12 月末		2015 年 12 月末		増減	
		構成比		構成比	増減額	増減率
ブリッジ	200	24%	95	11%	-105	-52.5%
コア	9	1%	7	1%	-2	-22.2%
オポチュニスティック	70	9%	102	12%	32	45.7%
開発	21	3%	110	13%	89	423.8%
メザニン・債権投資	7	1%	72	8%	65	928.6%
長期保有（レガシー等）	274	33%	34	4%	-240	-87.6%
海外不動産・その他	28	3%	85	10%	57	203.6%
REIT 投資証券	74	9%	115	14%	41	55.4%
事業関連・関係会社株式	75	9%	76	9%	1	1.3%
投資余力	70	8%	150	18%	80	114.3%
総計	832	100%	850	100%	18	2.2%

2016 年 12 月期は経常益・純利益とも増益見込む

(4) 2016 年 12 月期の業績予想

2016 年 12 月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比 13.1% 減の 22,600 百万円、営業利益を同 8.1% 減の 9,300 百万円、経常利益を同 10.7% 増の 10,100 百万円、当期純利益を同 2.0% 増の 10,000 百万円と見込んでいる。

2016 年 3 月 9 日（水）

営業利益（及びベース利益）はこれまで拡大基調であった REIT 向けビジネスが巡航速度に落ち着くことから一旦減益となる想定であるが、総合的な収益力を示す純利益については、ノンリコースローンの減少による支払金利の削減が通年で寄与すること、過去投資案件の処分損（特別損失）が解消することから増益を確保する見通しであり、引き続き好調な決算が持続するものと捉えるのが妥当であるだろう。

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 13.5% 減の 8,000 百万円を見込んでいる。受託資産残高の拡大によりアセットマネジメントフィーが伸びるものの、前期まで拡大基調にあった REIT 向けビジネスが巡航速度に落ち着くことから、アキュイジションフィーが一旦縮小することにより減益となる見通しである。

不動産関連事業の営業総利益は、前期比 43.7% 増の 1,650 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 1.7% 増の 6,650 百万円を見込んでいる。連結対象不動産（棚卸資産）の売却が一巡すること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が想定されるものの、債権回収益（その他に計上）によって補うことにより事業全体では若干の増益となる見通しである。もっとも最終的な不動産投資損益については、ノンリコースローンの減少による支払金利の削減に加えて、これまで業績の足を引っ張っていた過去投資案件の処分損（特別損失）の解消により約 98 億円（前期は約 70 億円）に拡大する見込みとなっている。

弊社では、前期までの業績の伸びと比べると、やや固めの業績予想との見方もできるが、外部要因（不動産マーケットの先行きにやや不透明感があること）及び内部要因（REIT 向けビジネスの一巡等）を勘案すると合理的な水準であり、十分に達成可能であると判断している。

2016 年 12 月期業績予想

（単位：百万円）

	15/12 期 実績		16/12 期 予想		増減	
		対営業収益		対営業収益		増減率
営業収益	25,997		22,600		-3,397	-13.1%
営業総利益	16,933	65.1%	16,300	72.1%	-633	-3.7%
販管費	6,814	26.2%	7,000	31.0%	186	2.7%
営業利益	10,119	38.9%	9,300	41.2%	-819	-8.1%
営業外収益	712	-	1,800	-	1,088	152.8%
営業外費用	-1,703	-	-1,000	-	703	-41.3%
経常利益	9,127	35.1%	10,100	44.7%	973	10.7%
特別利益	5,862	-	4,200	-	-1,662	-28.4%
特別損失	-3,601	-	-	-	3,601	-
税金等調整前当期純利益	11,388	43.8%	14,300	63.3%	2,912	25.6%
当期純利益	9,807	37.7%	10,000	44.2%	193	2.0%
ベース利益	3,854		3,000		-854	-22.2%

2016 年 12 月期営業総利益予想の内訳

（単位：百万円）

	15/12 期 実績	16/12 期 予想	増減	
			増減	増減率
アセットマネジメント事業	9,247	8,000	-1,247	-13.5%
アキュイジションフィー	2,802	1,500	-1,302	-46.5%
アセットマネジメントフィー	4,058	4,800	742	18.3%
インセンティブフィー	961	1,200	239	24.9%
ディスポジションフィー	1,066	400	-666	-62.5%
その他フィー収入	358	100	-258	-72.1%
不動産関連事業	1,148	1,650	502	43.7%
プロパティマネジメントフィー	928	1,100	172	18.5%
マスターリース損益等	219	550	331	151.1%
不動産投資事業	6,538	6,650	112	1.7%
賃貸事業損益	2,257	1,750	-507	-22.5%
不動産売却損益	904	100	-804	-88.9%
匿名組合分配損益等	1,867	1,700	-167	-8.9%
その他	1,509	3,100	1,591	105.4%

■ 成長戦略とその進捗

2017 年 12 月期にベース利益 40 億円、3 年平均 ROE8% を目標とする

(1) 中期経営計画

同社は、前期（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、自ら不動産を所有せず（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とに向けた内部留保の充実に取り組む。

同社は、需要が拡大しているホテルの開発案件（Re-Seed 機構との開発ファンドを組成した六本木ホテル案件など）のほか、商業及びヘルスケア施設の開発を含む重点投資やコアファンドの組成、インフラファンドの組成準備（再生エネルギー発電設備を対象としたファンド）など、持続的な成長に向けた数々の種まきを行っている。海外展開についても、2015 年 5 月にシンガポール法人を設立すると、12 月には第 1 号投資案件を実行した。また、不動産関連サービスについては、2015 年 7 月に同社グループの保有及び受託する資産の価値を高めることを目的として工事業等を行うケネディクス・エンジニアリング（株）（ケネディクス・プロパティ・マネジメントの 100% 子会社）を設立したほか、子会社のスペースデザインが運営するサービスアパートメント業務においても、「民泊」の条例動向や営業可能性を模索するなど、事業拡大に向けて着実な進展を図っている。

弊社では、今期（2016 年 12 月期）の業績（営業収入や営業利益、ベース利益）が一旦縮小する見通しとなっているものの、当初計画の想定内であることや、バランスシートの再構築が完了したことで「ケネディクスモデル」による本来の業績の伸びが期待できることから、中期経営計画の達成は可能であると判断している。また、中長期的な視点からは、ヘルスケア分野やインフラ分野等、市場拡大の期待できる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、今後の成長に向けた動きに注目している。特に、株主還元（自社株買いを含む）という選択肢を含め、潤沢なキャッシュポジションの使い道（資金アロケーション）についてもフォローしていきたい。

長期的に受託資産残高を積み上げることで収益性を高める方向性を示す

(2) 長期ビジョン

同社は、さらに「Kenedix Vision 2025」と銘打ち、10 年後のビジョンとして、受託資産残高 4 兆円（2015 年 12 月末は 1.6 兆円）、グループ時価総額 2 兆円（同 0.6 兆円）、ROE15%（同 12%）を掲げている。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、受託資産残高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。

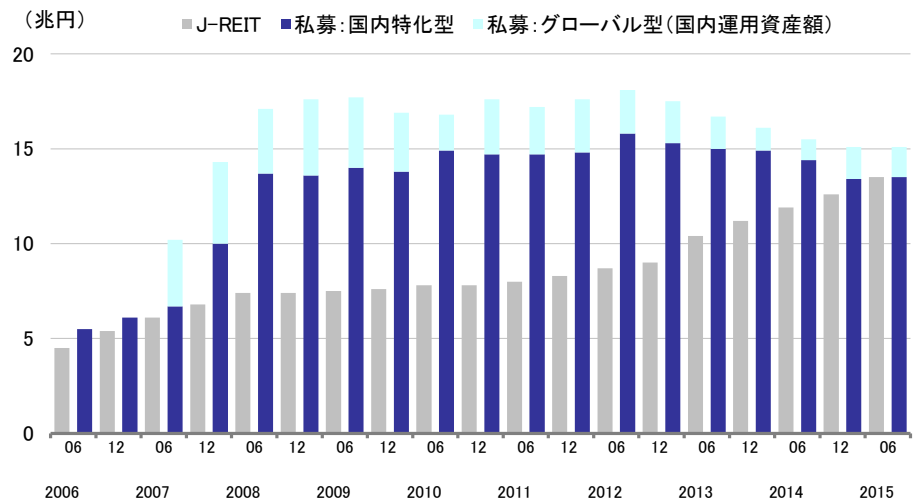
■ 業界環境

拡大基調の J-REIT。再び拡大の可能性が高まる私募ファンド市場

(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、2015 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 28.6 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、私募ファンドは保有物件の売却を進めたことなどから縮小傾向をたどってきたが、足元では横ばいで推移しており縮小傾向に歯止めがかかったものとみられる。都内の不動産マーケットは物件取得が困難な状況が続いているが、積極的な物件取得の動きが見られることから私募ファンド市場が再び拡大基調に入る可能性も考えられる。一方、東証 REIT 指数は好調に推移しており、J-REIT の銘柄数も 2015 年 12 月末で 53 銘柄となっている。

私募ファンドと J-REIT の市場規模推移



東証 REIT 指数



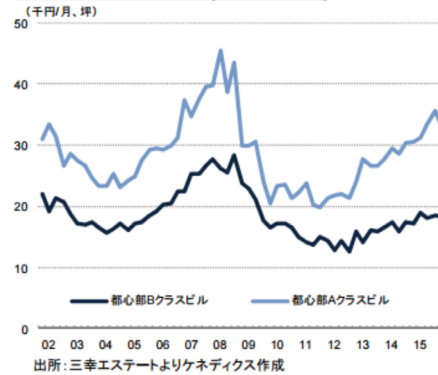
都内のオフィス・住宅とも賃貸需要は安定的に推移

(2) 不動産投資環境

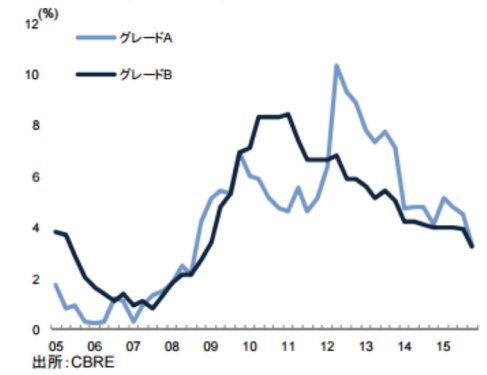
a) オフィス市場

オフィスビル平均成約賃料は 2013 年に上昇に転じており、足元では高い水準で推移している。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)



平均空室率(東京23区)

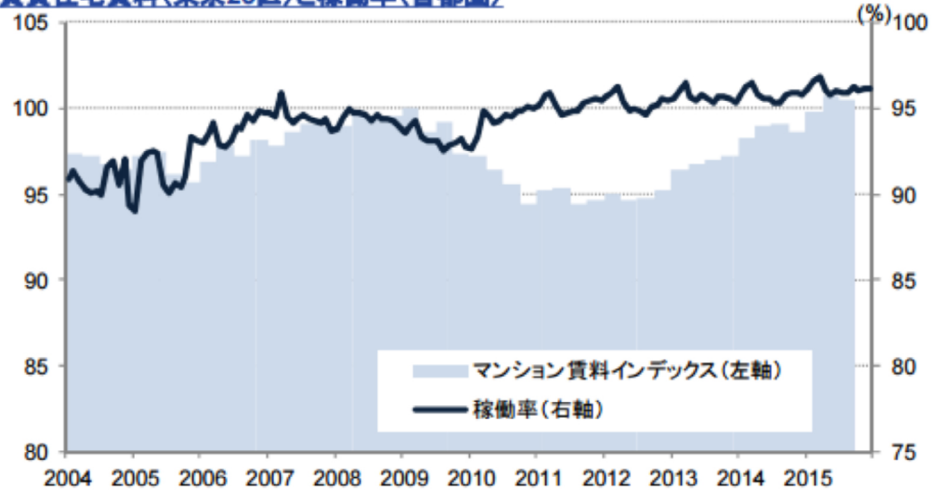


出所：決算説明会資料

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。都心への人口流入は続いており、特に高品質な賃貸住宅への需要が拡大している。

賃貸住宅賃料(東京23区)と稼働率(首都圏)

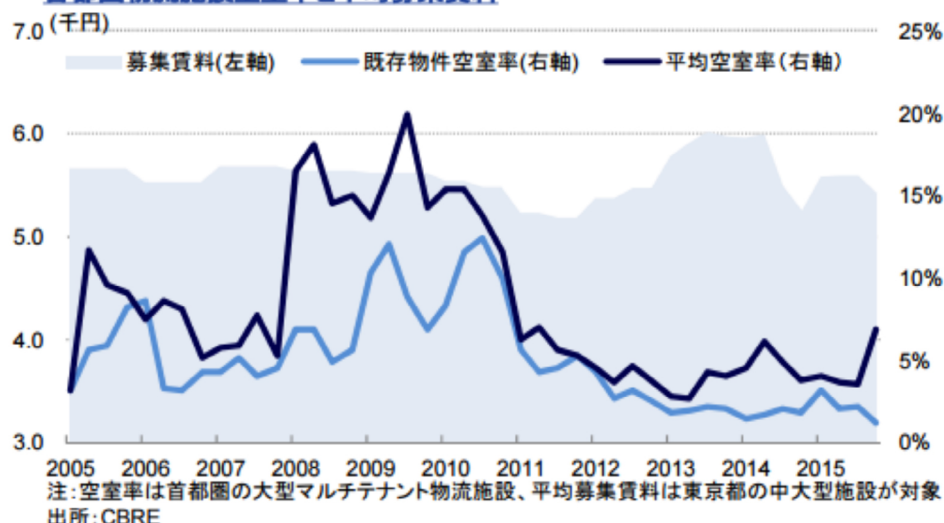


出所：決算説明会資料

■過去の業績推移

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として、一時的な上昇はあるものの総じて低水準で推移している。物流施設への投資が積極化するなかで供給量の増大が予想されているが、空室率への影響は限定的とみられている。

首都圏物流施設空室率と平均募集賃料



出所：決算説明会資料

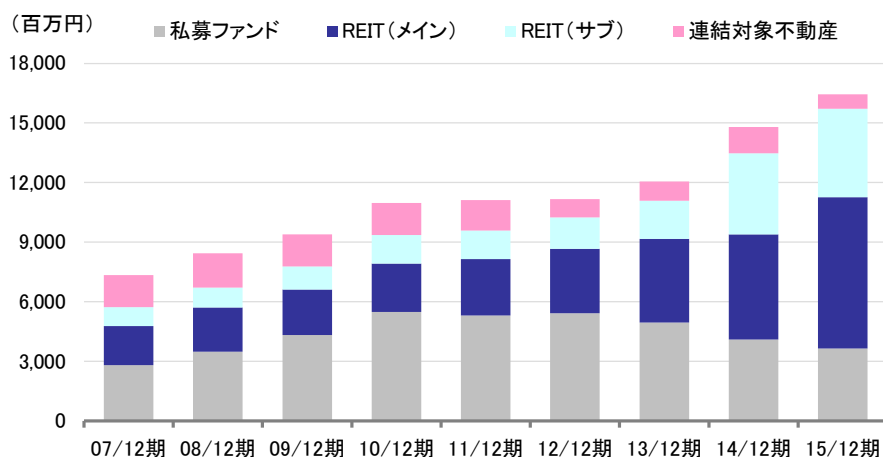
■過去の業績推移

安定収益であるアセットマネジメント事業へ回帰し業績回復が進む

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、2015 年 12 月期には含み損の処理が完了した。

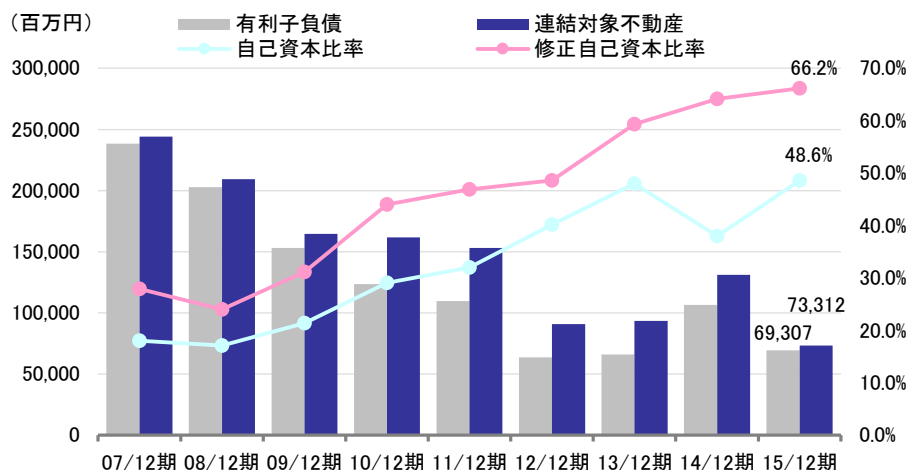
安定収益であるアセットマネジメント事業への回帰や含み損を抱えた資産の売却による事業の立て直しを進めてきたことに加えて、不動産市況の回復等も追い風となって、同社の業績は 2013 年 12 月期から回復に転じている。2007 年 12 月期に営業総利益の約 19% にすぎなかったアセットマネジメント事業は、2014 年 12 月期には約 47% を占めるに至っており、同社の収益構造も大きく変化をしてきた。また、しばらく停滞気味であった受託資産残高も 2013 年 12 月期から拡大ペースを加速してきており、新たな成長フェーズに入ったとみられる。

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。2015 年 2 月～3 月には、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行っている。従前の担保付借入 117 億円（平均金利 2.2%（変動・一部固定）、平均期間 1.7 年）を無担保借入 200 億円（固定金利 1.4%、平均期間 4.5 年）に借り換えを行い、長期化・金利固定化・無担保化により財務の安定化を図っている。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見るのが妥当である。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。

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、2015 年 12 月期には 12.2% の水準にまで改善している。同社は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

ベース利益に基づく配当が方針、安定配当に加えて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。2015 年 12 月期については 1 円増配の 1 株当たり 4 円の配当に加えて、自社株買い約 20 億円（発行済株数の 1.5% 相当）を実施した。自社株買いを含めた総還元性向では 31% となる。また、2016 年 12 月期についても 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