

|| 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 >>>](#)

2017 年 3 月 30 日 (木)

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	06
3. 企業特長	07
■ 業績動向	08
1. 業績を見るためのポイント	08
2. 収益体系	08
3. 2016年12月期決算の概要	09
4. 2016年12月期における投資実績	12
■ 成長戦略	13
1. 中期経営計画	13
2. 成長戦略の進捗	14
3. 長期ビジョン	15
■ 業績見通し	15
■ 業界環境	17
1. 不動産投資ファンド市場の動き	17
2. 不動産投資環境	19
■ 過去の業績推移	21
■ 株主還元策	23

■ 要約

不動産を自ら保有せずに、安定的な収益力を追求する「ケネディクスモデル」が本格稼働のフェーズに

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 1.7 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、アセットマネジメント業務への回帰、バランスシートの再構築を経て、いよいよ 2015 年 12 月期から同社が目指してきた「ケネディクスモデル」（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）の本格稼働フェーズに入ってきた。最近では、太陽光発電所等を対象としたインフラファンドや生活密着型商業施設の開発ファンドなど、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。

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。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 ROE 8.0% を目指す内容となっている。また、株主還元についても、ベース利益に基づく継続的な配当に加えて、自社株買いも機動的に実施する方針を掲げている。

※ 同社の安定した収益力を示す指標。

2016 年 12 月期の業績は、営業収益が前期比 12.5% 減の 22,745 百万円、営業利益が同 5.8% 減の 9,530 百万円、経常利益が同 16.5% 増の 10,634 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 3.5% 増の 10,151 百万円となった。2 つの J-REIT の上場を含め、REIT 向けビジネスにより大きく業績を伸ばした 2015 年 12 月期との比較では、その反動もみられるが、ほぼ計画どおりに堅調に推移したと言える。受託資産残高も 1 兆 7,030 億円（前期末比 3.6% 増）と着実に伸びている。また、株主還元については、1 株当たり 4 円の配当に加えて、約 50 億円の自社株買いを実施した（総還元性向は約 59%）。今後の資本政策の機動性を高めるため、資本準備金の減額（約 100 億円）も行っている。

中期経営計画の最終年度となる 2017 年 12 月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比 5.5% 増の 24,000 百万円、営業利益を同 14.4% 増の 10,900 百万円、経常利益を同 0.6% 増の 10,700 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 3.4% 増の 10,500 百万円と見込んでいる。主力のアセットマネジメント事業が収益の伸びに大きく貢献する見通しであり、「ケネディクスモデル」の標準的な P/L の形がさらに顕著になるとの見方ができる。2017 年 12 月末の受託資産残高として 1 兆 8,000 億円（前期比 5.7% 増）を想定するとともに、ベース利益についても 4,000 百万円（前期比 30.2% 増）と大きく伸ばす計画であり、中期経営計画の達成を見込む。

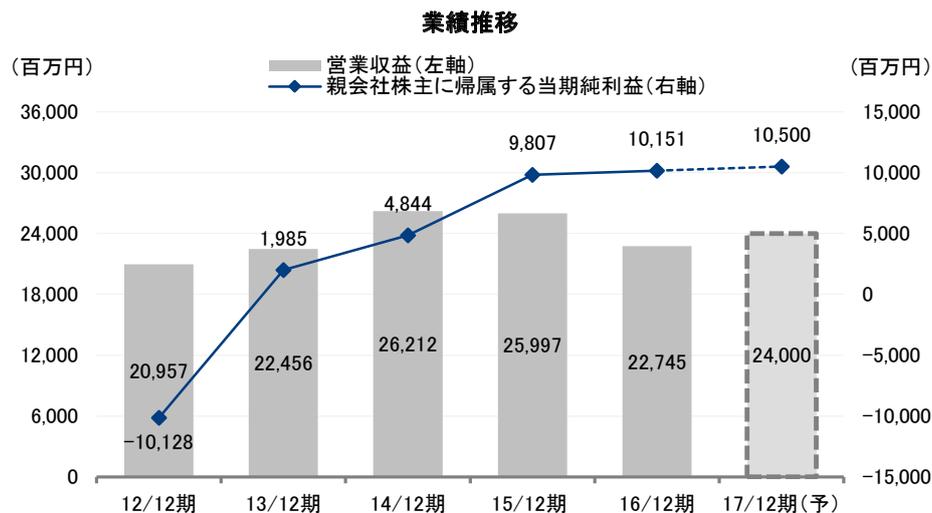
ケネディクス | 2017年3月30日(木)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

要約

弊社では、「ケネディクスモデル」が本格稼働のフェーズに入ってきたことや、受託資産の拡大に向けた物件供給パイプラインも順調に進んでいることなどから、同社の業績予想、並びに中期経営計画の達成は十分に可能であると判断している。むしろ、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、2018年12月期以降の成長に向けた動きに注目している。足元では物件取得が難しい状況（取得競争の激化、価格の上昇等）が続いているが、将来を見据えた新規分野への取り組みが着々と進展していることから、同社の中期的な成長性に変調をきたすものではないとみている。

Key Points

- ・2016年12月期の業績はほぼ計画通りどおりに堅調に推移
- ・バランスシートの再構築が完了し、2016年12月期から「ケネディクスモデル」の本格稼働フェーズに
- ・新規分野の拡大や海外展開などにより受託資産残高を積み上げ、持続的な成長を目指す戦略



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

受託資産残高 1.7 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、受託資産残高は 1.7 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。

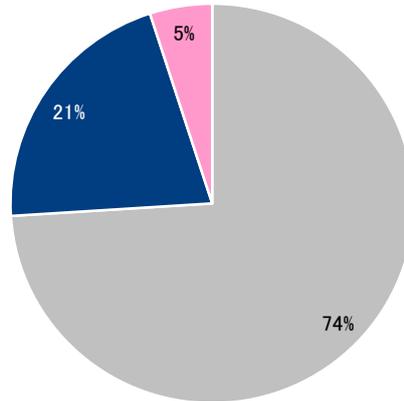
(1) アセットマネジメント事業

REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、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。2016 年 12 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 74%、私募ファンドが約 21% 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 46%、賃貸住宅 17%、物流施設 14%、商業施設 15%、その他（ヘルスケア施設を含む）8% で構成されている。地域別では、東京経済圏が 78% を占めている。なお、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。

会社概要

投資家別AUM

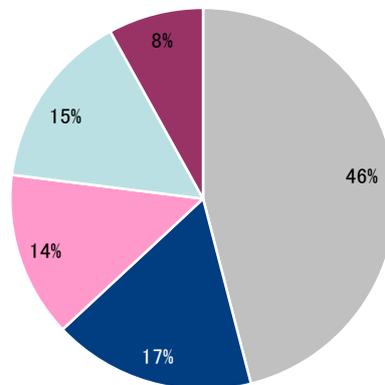
■ REIT(私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 自己勘定



出所：決算説明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(ヘルスケア施設を含む)

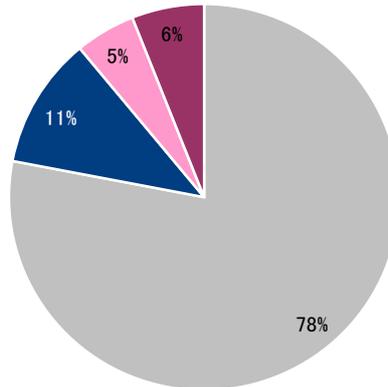


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

会社概要

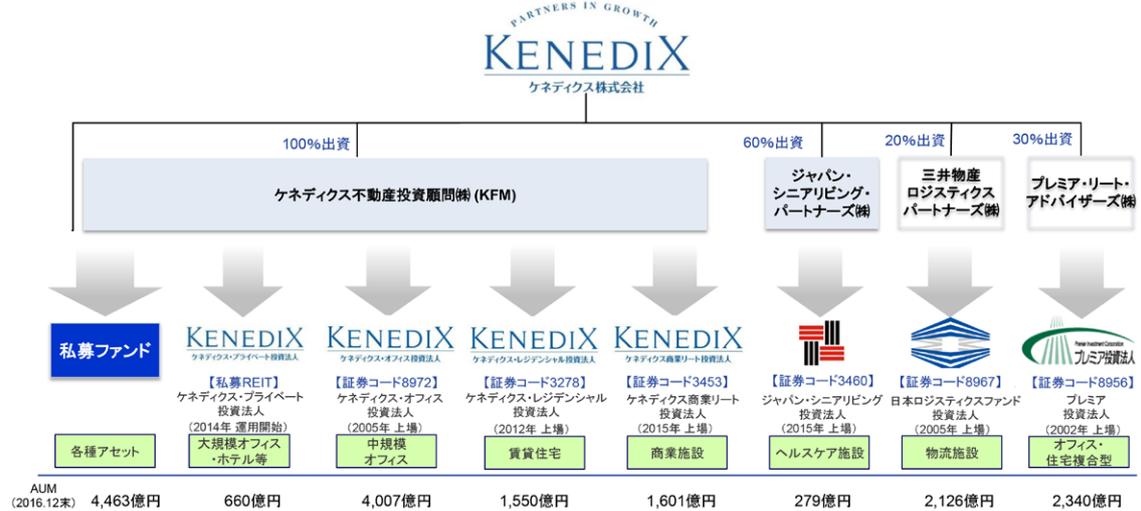
地域別AUM

■ 東京経済圏 ■ 関西圏 ■ 中部圏 ■ その他



出所：決算説明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。

(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の一時保有のほか、ファンドの顧客投資家と当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（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。

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 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 兆円に到達した受託資産残高は、2010 年に 1 兆円、2016 年には 1.7 兆円を突破するなど順調に拡大してきた。

同社は、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を 1 年前倒しで達成したことから、新たに 3 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、「ケネディクスモデル」の本格稼働による新たな成長フェーズに入ってきた。

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。

会社概要

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	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

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

受託資産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) 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、受託資産残高を積み上げることであり、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つく。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。1.7兆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、最終的には受託資産残高の拡大につながっていると見られる。

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。

(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優位性があったが、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。

業績動向

2016年12月期の業績はほぼ計画どおりに堅調に推移

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、保有物件を系列 REIT 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、資金調達に係る支払金利（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、販管費及び一般管理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、総合的な指標である「不動産投資損益」を開示している。

2. 収益体系

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。

業績動向

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)	<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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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
ディスポジションフィー (譲渡報酬)	<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)	<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

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

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、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. 2016年12月期決算の概要

2016年12月期の業績は、営業収益が前期比 12.5% 減の 22,745 百万円、営業利益が同 5.8% 減の 9,530 百万円、経常利益が同 16.5% 増の 10,634 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 3.5% 増の 10,151 百万円であった。REIT 向けビジネスにより大きく業績を伸ばした前期との比較では、その反動もみられるが、ほぼ計画どおりに堅調に推移したと言える。また、受託資産残高（トータル AUM）も 1 兆 7,030 億円（前期末比 3.6% 増）と着実に伸びている。

営業収益の減収は連結対象不動産（棚卸資産）の売却が一巡したことによるものである。また、営業総利益については、不動産関連事業及び不動産投資事業が増益となったものの、主力のアセットマネジメント事業における物件取得（アキュイジションフィー）の大幅な縮小が減益要因となった。もっとも、2つの J-REIT を上場させた 2015年12月期のアキュイジションフィーとの比較では縮小したものの、2014年12月期の水準は確保している。また、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については、営業外収益の増加（海外資産の連結化に伴う評価益の計上）、営業外費用の減少（ノンリコースローンの平残圧縮による支払金利の削減）、特別損失の縮小（過去投資案件の一扫）などにより増益となっており、同社業績は堅調に推移したと評価してよいだろう。同社が重視しているベース利益についても、アキュイジションフィーの大幅な縮小により 3,073 百万円（前期比 20.3% 減）と一旦減益となったが、計画どおりの結果である。

ケネディクス | 2017年3月30日(木)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

一方、受託資産残高（トータル AUM）は、前述のとおり、1兆7,030億円（前期末比3.6%増）となったが、そのうち同社が重視しているベース AUM※の残高も1兆1,725億円（同4.1%増）に増加した。やや緩やかな伸びにとどまったのは、物件取得が難しくなっている外部要因のほか、不動産関連投資において時間を要する開発ファンド（商業施設、ホテル、物流）の比率が高まっていることも影響していると考えられる。また、私募ファンドはしばらく縮小傾向をたどってきたものの、足元では底打ちしており、新規分野（インフラ等）のパイプラインも順調に積み上がっていることから、今後は拡大に転じる可能性が高い。

※ 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。

財務面では、連結対象不動産の残高（棚卸資産と固定資産の合算）が93,963百万円（前期末比23.3%増）と積み上がったことから総資産が180,412百万円（同5.2%増）と拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しにより87,624百万円（同5.2%増）に増えたことから、自己資本比率は48.6%と横ばいで推移した。一方、有利子負債残高もノンリコースローン※の増加により76,021百万円（前期末比9.7%増）に膨らんでいるが、平残ベースでは縮小しており、支払金利の削減に寄与した。

※ 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。

2016年12月期の損益の状況

(単位：百万円)

	15/12期		16/12期		増減		16/12期 通期予想	達成率
	実績	構成比	実績	構成比		増減率		
営業収益	25,997		22,745		-3,252	-12.5%	22,600	100.6%
営業総利益	16,933	65.1%	16,237	71.4%	-696	-4.1%	16,300	99.6%
販管費	6,814	26.2%	6,706	29.5%	-108	-1.6%	7,000	95.8%
営業利益	10,119	38.9%	9,530	41.9%	-589	-5.8%	9,300	102.5%
営業外収益	712	-	2,296	-	1,584	222.5%	1,800	-
営業外費用	1,703	-	1,192	-	-511	-30.0%	1,000	-
経常利益	9,127	35.1%	10,634	46.8%	1,507	16.5%	10,100	105.3%
特別利益	5,862	-	5,133	-	-729	-12.4%	-	-
特別損失	3,601	-	543	-	-3,058	-84.9%	-	-
税金等調整前当期純利益	11,388	43.8%	15,224	66.9%	3,836	33.7%	14,300	106.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	9,807	37.7%	10,151	44.6%	344	3.5%	10,000	101.5%
ベース利益	3,854		3,073		-781	-20.3%	3,000	102.4%
不動産投資損益	7,000		8,700		1,700	24.3%	9,800	88.8%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

ケネディクス | 2017年3月30日(木)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

2016年12月期営業総利益の内訳

(単位：百万円)

	15/12期 実績	16/12期 実績	増減		16/12期 通期予想	達成率
			増減	増減率		
アセットマネジメント事業	9,247	7,615	-1,632	-17.6%	8,000	95.2%
アキュジションフィー	2,802	1,097	-1,705	-60.8%	1,500	73.1%
アセットマネジメントフィー	4,058	4,733	675	16.6%	4,800	98.6%
インセンティブフィー	961	1,082	121	12.6%	1,200	90.2%
ディスポジションフィー	1,066	613	-453	-42.5%	400	153.3%
その他フィー収入	358	87	-271	-75.7%	100	87.0%
不動産関連事業	1,148	1,863	715	62.3%	1,650	112.9%
プロパティマネジメントフォー	928	1,162	234	25.2%	1,100	105.6%
マスターリース損益等	219	700	481	219.6%	550	127.3%
不動産投資事業	6,538	6,758	220	3.4%	6,650	101.6%
賃貸事業損益	2,257	2,166	-91	-4.0%	1,750	123.8%
不動産売却損益	904	-0	-904	-	100	-
匿名組合分配損益/その他	3,376	4,592	1,216	36.0%	4,800	95.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2016年12月期末の財務の状況

(単位：百万円)

	15/12期末	16/12期末	増減	
			増減	増減率
流動資産	63,538	62,215	-1,323	-2.1%
現金及び預金	47,545	42,532	-5,013	-10.5%
販売用不動産	-	10,237	10,237	-
営業貸付金	6,947	3,088	-3,859	-55.5%
固定資産	108,036	118,196	10,160	9.4%
有形固定資産	73,312	80,748	7,436	10.1%
無形固定資産	4,334	4,095	-239	-5.5%
投資その他の資産	30,388	33,352	2,964	9.8%
総資産	171,575	180,412	8,836	5.2%
流動負債	17,963	13,094	-4,869	-27.1%
固定負債	61,259	70,540	9,281	15.2%
純資産	92,353	96,776	4,423	4.8%
負債及び純資産	171,575	180,412	8,836	5.2%
保有不動産	73,212	90,985	17,773	24.3%
棚卸資産	-	10,237	10,237	-
有形固定資産	73,212	80,748	7,536	10.3%
有利子負債	69,307	76,021	6,714	9.7%
うち、ノンリコースローン	45,634	54,432	8,798	19.3%
自己資本比率	48.6%	48.6%	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

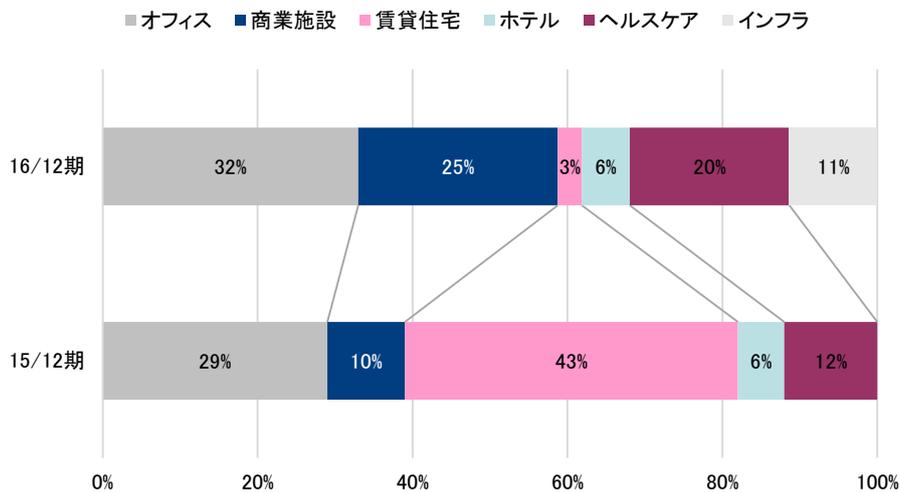
業績動向

4. 2016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、約340億円（前期は約376億円）の新規投資を実行した。特徴的と言えるのは、ヘルスケアや商業施設を対象としたREIT向けブリッジファンドやオフィス等を対象としたコアファンド※に加えて、商業施設やホテル、物流施設を対象とした開発ファンド、太陽光発電所を対象としたインフラファンドなど、新規分野への配分比率が高いところである。その結果、多様なアセットクラスによる分散が図られてきた。ただ、開発ファンドへの配分が増えたことで、想定投資期間は3.1年（前期は1.6年）に長期化している。

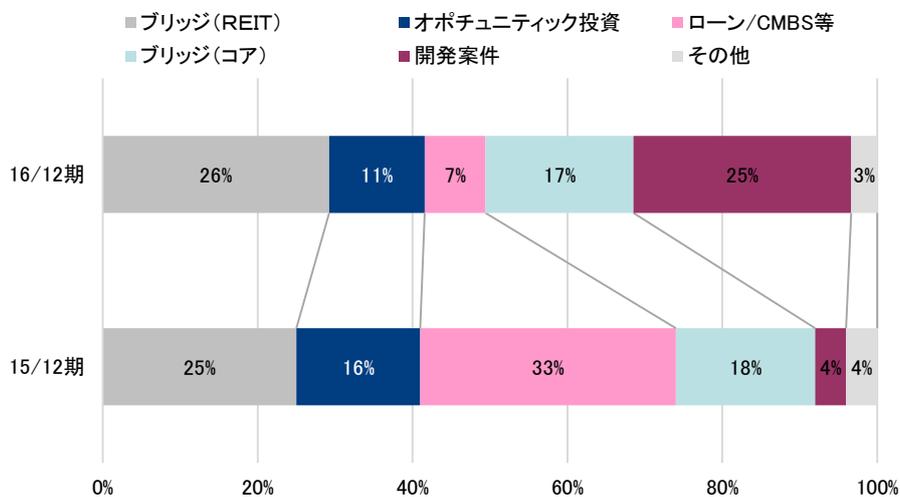
※ 安定的なインカムゲインの獲得を目的として長期的な運用を目指すファンドである。

不動産関連投資（新規実行分）の内訳



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

投資タイプの内訳



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

一方、2016 年 12 月末の投資金額総計（投資エクスポージャー）812 億円の内訳を見ても、コアファンドや REIT 向けブリッジファンドのほか、開発ファンドやインフラファンドの比率が高まっており、特に、開発ファンドの残高が大きく伸びている。なお、約 340 億円の新規投資を行った一方、既存投資からの回収が約 250 億円であったことから 2016 年 12 月末の投資用現金（投資余力）は約 60 億円となった。2017 年 12 月期は約 490 億円の新規投資（回収が約 430 億円）を予定しており、引き続き、成長市場への重点投資を積極的に行う方針である。

■ 成長戦略

商業施設やホテル、インフラ（太陽光発電所）など、新規分野が順調に立ち上がる

1. 中期経営計画

同社は、2015 年 12 月期から 3 ヶ年の中期経営計画を推進してきた。「ケネディクスは不動産の限りなき可能性を切り拓きます」というミッション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」の確立に取り組み、いよいよ 2016 年 12 月期から本格稼働のフェーズに入ってきた。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 ROE 8.0% の実現を目指す内容となっている。

(1) アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長

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

(2) 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。

(3) 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。

2. 成長戦略の進捗

(1) 開発事業

a) ホテル開発ファンド

需要が拡大しているホテルの開発案件については、六本木ホテル案件（Re-Seed 機構との開発ファンドを組成）が2017年3月に竣工する予定であるほか、同社単独の案件として、銀座（2018年12月竣工予定）及び新浦安（2017年末竣工予定）でのプロジェクトが進行中である。また、インバウンド需要に対応するため、オペレーターを設定した宿泊特化型ホテルを対象としたファンド組成により、札幌（2018年5月竣工予定）や宮古島（2017年11月竣工予定）、名古屋（2018年1月竣工予定）でパイプラインの拡充を進めている。プロジェクト規模は開発6案件合計で500億円程度を予定している。

b) 商業施設への取り組み

ケネディクス商業リート投資法人との共同出資案件である習志野台（船橋市）の既存1件に加えて、矢作町（千葉市、2017年3月竣工予定）、横浜市（2017年10月竣工予定）、ときわ台（板橋区、2017年8月竣工予定）の開発3件を進めており、プロジェクト規模は合計で200億円程度となる予定である。

(2) ファンド組成

a) インフラファンド

自然電力（株）との共同により再生可能エネルギー発電所へ投資するファンド（ケネディクス自然電力ファンド）を組成すると、2016年9月には第1号案件として4件の太陽光発電所を投資対象（受託資産残高約20億円、合計パネル出力6.1MW）とする出資契約をファンド参加投資家との間で締結した。本ファンド向け資産として複数の太陽光発電所プロジェクトについての優先交渉権も獲得済である。新たなディールソースの獲得や新資産の発掘により、中期的には受託資産残高1,000億円程度を目指す。

b) 物流施設ファンド

国内最大規模の物流不動産特化企業である（株）シーアールイー（以下、CRE）と資本業務提携（CRE株式の15%相当を取得）した。不動産ファンド事業における協業、CREとの物流施設の共同開発、CREロジスティクスファンド投資法人の上場及び同社のノウハウ活用による成長を目指す内容となっている。

c) 商業施設ファンド

伊藤忠商事<8001>との業務提携により、消費者ニーズの高い生活密着型商業施設の開発などを目的とするファンドを組成（2016年8月）した。ケネディクス商業リート投資法人への物件供給パイプラインの強化に狙いがある。

d) ホテル開発

みずほ証券（株）との初のタイアップにより、国内事業法人を中心としたホテル開発ファンドを組成した。

e) 不動産再生

三菱UFJリース<8593>とMUL不動産投資顧問（株）（同社出資比率33.4%）を設立した（2016年4月）。不動産再生投資に関するアセットマネジメント事業を展開することにより、AMプラットフォームの拡大とバリュアアップ投資の強化につなげる狙いがある。

(3) 海外展開

a) アジア

2016年10月に、AIRA Capital（タイの上場金融グループ）の不動産開発会社であるAIRA Property（AIP）へ20%の出資を実行し、タイにおけるREIT組成・運用に向けた足掛かりをつけると、2016年12月には、AmanahRaya REIT（マレーシアの上場REIT）の投資口15%とその資産運用会社であるAmanahRaya-REIT Managers 株式会社49%の取得契約を締結し、日本企業として初のマレーシアREITへのスポンサー参加を実現した。成長の期待できるASEAN地域で、「ケネディクスモデル」の展開を目指す。

b) 米国西海岸の賃貸住宅（Multifamily）のファンド組成

将来的なファンド組成を念頭に置き、米国西海岸（シアトル近郊）に所在する安定稼働の賃貸住宅（Multifamily）への投資を行った。中期的には受託資産残高を1,000億円程度に拡大する方針である。

(4) その他

「民泊」拡大を見据えた先行投資

民泊需要の拡大による投資機会を見据え、スペースデザインと共同で賃貸住宅（東京都中央区）への投資を行った（2016年8月）。また、渋谷区でも新たにサービスアパートメントの開業を予定している（2017年3月予定）。スペースデザインによるサービスアパートメント業務拡大に向け、「民泊」新法との親和性による収益機会の追求に取り組んでいる。また、将来的には系列REITとの協業可能性も検討しているようだ。

3. 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、グループ時価総額2兆円（2016年12月末実績は6,506億円）、ROE15%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。

業績見通し

増益基調の継続により中期経営計画の達成を見込む

中期経営計画の最終年度となる2017年12月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比5.5%増の24,000百万円、営業利益を同14.4%増の10,900百万円、経常利益を同0.6%増の10,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同3.4%増の10,500百万円と増益基調の継続を見込んでいる。特に、2017年12月末の受託資産残高を1兆8,000億円（前期比5.7%増）に拡大するとともに、ベース利益についても4,000百万円（前期比30.2%増）と大きく伸ばす計画であり、中期経営計画の達成を見込む。

ケネディクス | 2017年3月30日(木)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績見通し

主力のアセットマネジメント事業の拡大が全体的な収益の伸びやベース利益の大幅な増益に寄与する見通しである。特に、受託資産残高の伸びに伴ってアセットマネジメントフィーが順調に積み上がるとともに、物件取得によるアキュジションフィーも増加する想定となっている。また、不動産関連事業は横ばいで推移するものの、不動産投資事業についても非連結SPC(匿名組合)からの分配損益により増益を見込んでいる。以上から、「ケネディクスモデル」の標準的なP/Lの形がさらに顕著になるとの見方ができる。

なお、経常利益の伸びが緩やかになるのは、2016年12月期における特殊要因(海外資産の連結化に伴う評価益の計上)のはく落によるものである。

2017年12月期業績予想

(単位:百万円)

	16/12期		17/12期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	増減	増減率
営業収益	22,745		24,000		1,255	5.5%
営業総利益	16,237	71.4%	18,000	75.0%	1,763	10.9%
販管費	6,706	29.5%	7,100	29.6%	394	5.9%
営業利益	9,530	41.9%	10,900	45.4%	1,370	14.4%
営業外収益	2,296	-	800	-	-1,496	-65.2%
営業外費用	1,192	-	1,000	-	-192	-16.1%
経常利益	10,634	46.8%	10,700	44.6%	66	0.6%
特別損益	4,590	-	3,100	-	-1,490	-32.5%
税金等調整前当期純利益	15,224	66.9%	13,800	57.5%	-1,424	-9.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	10,151	44.6%	10,500	43.8%	349	3.4%
ベース利益	3,073		4,000		927	30.2%
不動産投資損益	8,700		8,700		-	-

出所:決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2017年12月期営業総利益の内訳

(単位:百万円)

	16/12期	17/12期	増減	
	実績	予想	増減	増減率
アセットマネジメント事業	7,615	8,850	1,235	16.2%
アキュジションフィー	1,097	1,600	503	45.9%
アセットマネジメントフィー	4,733	5,200	467	9.9%
インセンティブフィー	1,082	1,250	168	15.5%
ディスポジションフィー	613	350	-263	-42.9%
その他フィー収入	87	450	363	417.2%
不動産関連事業	1,863	1,850	-13	-0.7%
プロパティマネジメントフィー	1,162	1,150	-12	-1.0%
マスターリース損益等	700	700	-	-
不動産投資事業	6,758	7,300	542	8.0%
賃貸事業損益	2,166	2,400	234	10.8%
不動産売却損益	-0	100	100	-
匿名組合分配損益等/その他	4,592	4,800	208	4.5%

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

業績見通し

弊社では、「ケネディクスモデル」が本格稼働のフェーズに入ってきたことや、受託資産の拡大に向けたパイプラインも順調に進んでいることなどから、同社の業績予想、並びに中期経営計画の達成は十分に可能であると判断している。むしろ、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、2018 年 12 月期以降の成長に向けた動きに注目している。特に、他社との協業による開発案件の取り組みについては、一時的な資金効率の低下を招くものの、魅力的な投資機会を自ら創出するうえでは合理的な戦略と考えられる。足元では物件取得が難しい状況（取得競争の激化、価格の上昇等）が続いており、同社の成長をけん引する受託資産残高の伸びやパフォーマンスへの影響を懸念する見方もあるが、将来を見据えた新規分野への取り組みが着々と進展していることから、同社の中期的な成長性に変調を来すものではないとみている。また、引き続き、潤沢なキャッシュポジションの使い道（不動産投資と株主還元のパランスなど）についてもフォローしていきたい。

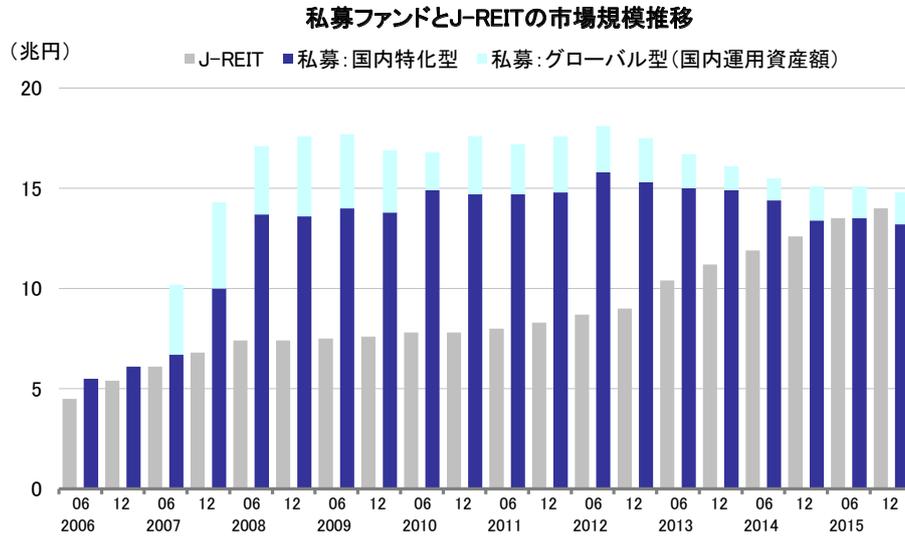
■ 業界環境

1. 不動産投資ファンド市場の動き

(株)三井住友トラスト基礎研究所の調査によると、2016 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 30.3 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 年から拡大基調で推移している。また、私募ファンドについても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 4 年ぶりに増加に転じている。物件売却の一巡やマイナス金利政策によりエクイティ投資家の不動産への投資意欲が高まったことが要因として挙げられる。都内の不動産マーケットでは物件取得が困難な状況が続いており、私募ファンド市場の見通しには不透明感も漂うが、いかに適正価格で物件を取得できるかがポイントとなっている。一方、東証 REIT 指数については、前半がマイナス金利政策などにより好調であったものの、後半は長期金利の上昇などの影響によりやや軟調に推移する局面もあった。ただ、J-REIT の銘柄数は順調に増えており、2016 年 12 月末で 57 銘柄（そのうち、2016 年の新規 7 銘柄）となっている。J-REIT への資金流入額も、日銀による買入れ(887 億円)を含めて年間 4,700 億円の高い水準を確保しており、年末残高は過去最高の 3 兆 9,951 億円に達している。

業界環境

私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



出所：各種資料よりフィスコ作成

東証 REIT 指数



出所：各種資料よりフィスコ作成

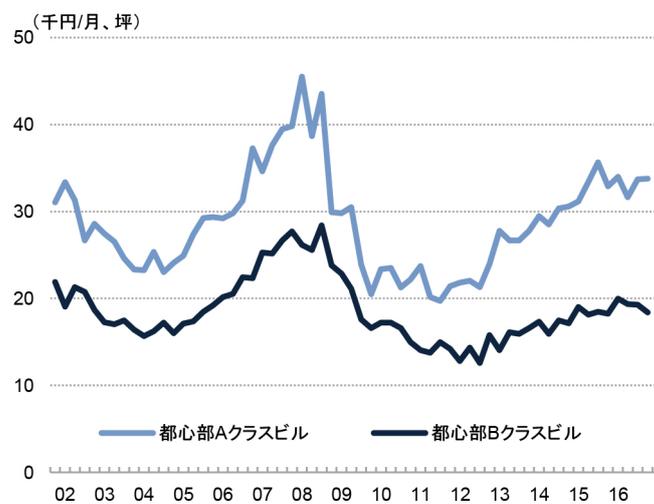
業界環境

2. 不動産投資環境

(1) オフィス市場

オフィスビル平均成約賃料は2013年にプラスに転じており、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。2017年も新規供給は比較的低水準であるため、空室率が大幅に悪化することはなさそうだ。ただ、2018年以降は3年連続で大規模な新規供給が予想されており、その影響を見守る必要がある。

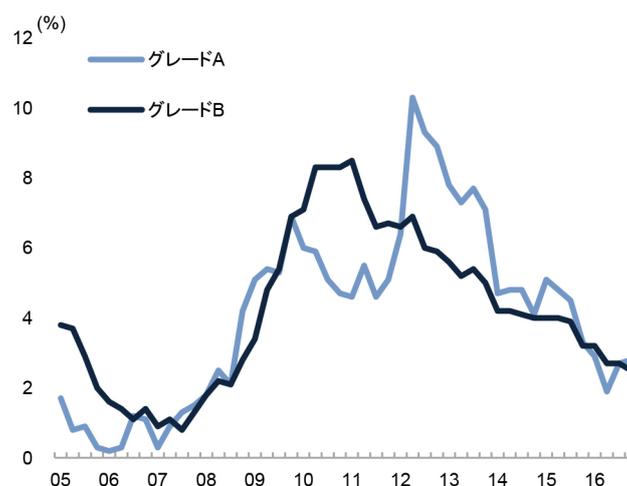
平均成約賃料の推移



出所: 三幸エステートよりケネディクス作成

出所: 決算説明資料より掲載

平均空室率 (東京 23 区)



出所: CBRE

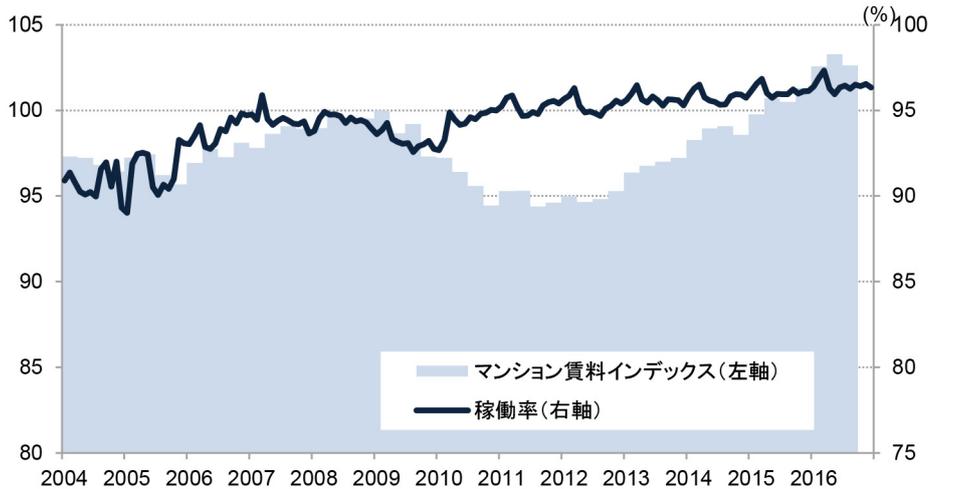
出所: 決算説明資料より掲載

業界環境

(2) 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2015年にプラスに転じており上昇傾向が続いている。稼働率も高い水準で推移している。マンション供給戸数の増加に伴う需給バランスの緩和が懸念されるものの、都心への人口流入が続いており、特に高品質な賃貸住宅への需要は根強く、市況が大崩れする懸念はないだろう。

賃貸住宅賃料（東京23区）と稼働率（首都圏）

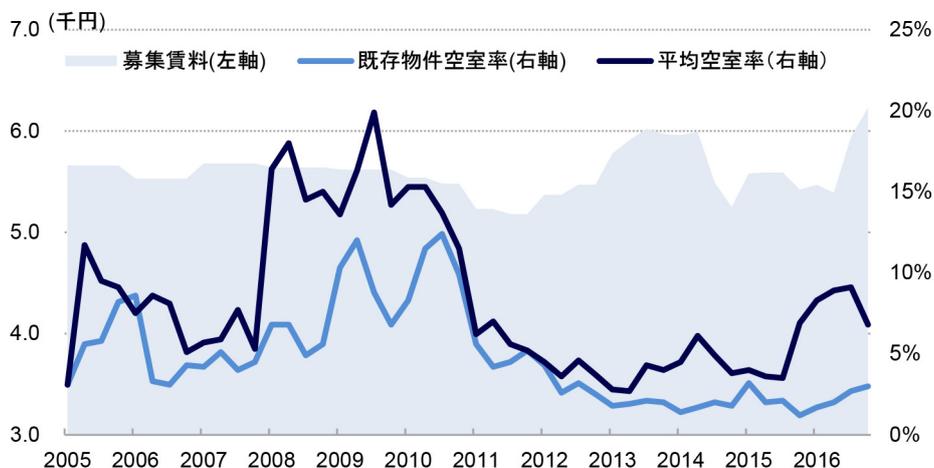


注：マンション賃料インデックスはシングルタイプ（18㎡～30㎡未満、2009年Q1=100）が対象
 出所：J-REIT開示情報、『マンション賃料インデックス』（アットホーム㈱、㈱三井住友トラスト基礎研究所）を元にケネディクス作成

出所：決算説明資料より掲載

2016年の物流施設市場は過去最高の新規供給があったものの、結果的にそれを上回る新規需要により年末の空室率は前年末を下回って着地した。eコマース企業や物流企業に加え、店舗販売を主体とするアパレル企業などによるインターネット通販強化のための物流拠点の見直しなどが需要をけん引したもようである。2017年以降も大量供給が続く見通しであるが、先進的な物流施設への高い需要に支えられ、市場が大幅に悪化することはないとみられている。

首都圏物流施設空室率と平均募集賃料



注：空室率は首都圏の大型マルチテナント物流施設、平均募集賃料は東京都の中大型施設が対象
 出所：CBRE

出所：決算説明資料より掲載

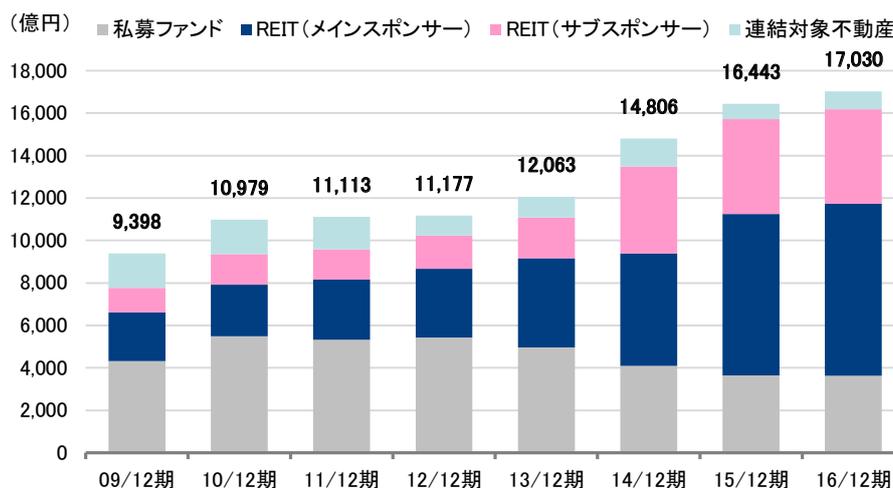
■ 過去の業績推移

2013 年以降、好調な不動産市況を背景として、 受託資産残高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、過去を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。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、2016 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 月期から拡大基調で推移している。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

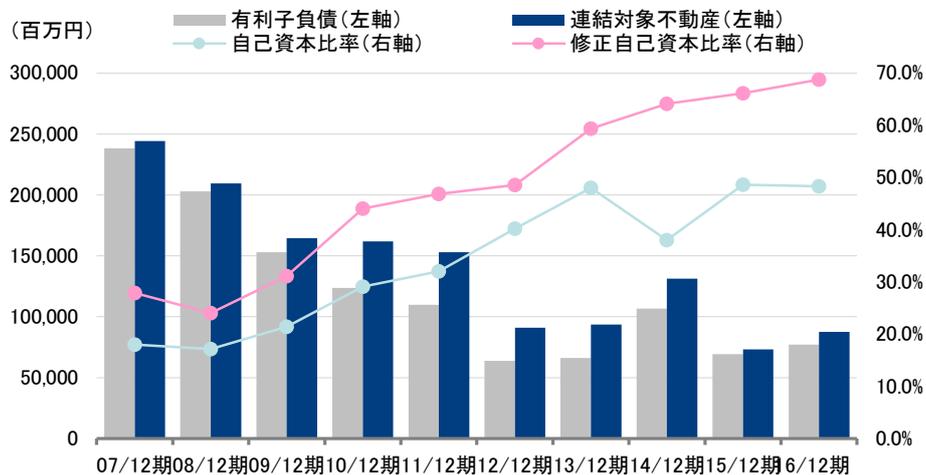


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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2月から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た。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



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、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。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。

■ 株主還元策

積極的な自社株買いにより総還元性向は約 60% の水準に

同社の今後の株主還元策は、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、自社株買いについても、外部環境の影響が大きい不動産投資事業からの利益に基づき、機動的に実施することを基本方針としている。「ケネディクスモデル」が本格稼働し、バランスシートを大きく拡大することなく、持続的な利益成長を実現する収益モデルとなってきたことから、これまでの財務基盤の安全性から資本効率性を重視した資本政策への転換を意図したものとみられる。

中期経営計画の初年度 2015 年 12 月期については、前期比 1 円増配の 1 株当たり 4 円の配当（配当性向 10.8%）に加えて、自社株買い約 20 億円を実施した（総還元性向では約 31%）。また、2016 年 12 月期についても 1 株当たり 4 円の配当（配当性向 10.1%）に加えて、自社株買い約 50 億円を実施している（総還元性向では約 59%）。2017 年 12 月期については、現時点で前期比 1 円増配の 1 株当たり 5 円の配当（配当性向 11.9%）を予定している。

また、今後の資本政策の機動的確保のため、資本準備金の額の減少（100 億円の減額）を行い、その全額をその他資本剰余金に振り替えることを 2017 年 3 月の定時株主総会に付議する予定である。実現すれば、新たに株主還元の原資が増えることとなるため今後の動向が注目される。

弊社では、受託資産残高の拡大によりベース利益の安定的な伸びが期待できることから、利益成長に伴う増配の可能性は高いと考えている。また、自社株買いについても、不動産投資事業からの利益に左右される可能性が高いものの、今回の資本準備金の取り崩しなどから判断すると、資本効率性（ROE）の改善に向けて積極的なスタンスが継続するものとみている。

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