ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 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

企業情報はこちら >>>

■ファンドが不動産を保有するモデルで安定的な収益力と成長を追求

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。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てきた。直近では、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を組成するなど、新規分野の拡大にも積極的に取り組んでいる。

2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間の業績は、営業収益が前年同期比 2.8% 減の 12,911 百万円、営業利益が同 9.2% 増の 6,364 百万円、経常利益が同 37.2% 増の 7,233 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 10.6% 減の 7,090 百万円となった。通期予想に対して、営業収益及び各利益がともに高い進捗率となっているが、足元の好調な不動産市況を踏まえて、物件売却を前倒しで進めていることが要因であり、概ね想定どおりのようである。一方、受託資産残高（トータル AUM）も 1 兆 6,854 億円（前期末比 2.5% 増）に増加したが、中長期的な成長イメージからはスローな伸びと言える。

2016 年 12 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置いており、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、親会社株主に帰属する当期純利益を同 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、総合的な収益力を示す純利益については、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継続するものと捉えるのが妥当であろう。また、好調な不動産市況のもと、売却価格が想定を上回ることにより業績が上振れる可能性にも注意が必要である。

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、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。

※ 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を足し合わせたものから、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。

弊社では、中長期的な視点から、ヘルスケアやインフラ等、市場拡大の期待できる新規分野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、持続的な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（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きた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（資金アロケーション）についてもフォローしていきたい。

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。

FISCO

ケネディクス

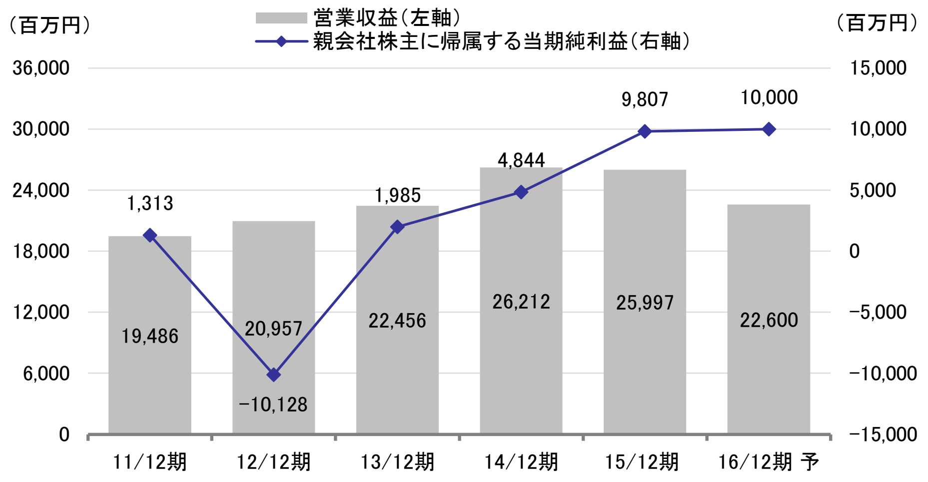
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

Check Point

- 第 2 四半期業績は通期予想に対して高い進捗率で推移
- 通期は期初予想を据え置く
- 最終年度 2017 年 12 月期にベース利益 40 億円、3 年平均 ROE8% を目指す中期経営計画



事業概要

日本の不動産投資ファンドの草分けとして業容拡大、受託資産残高 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。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

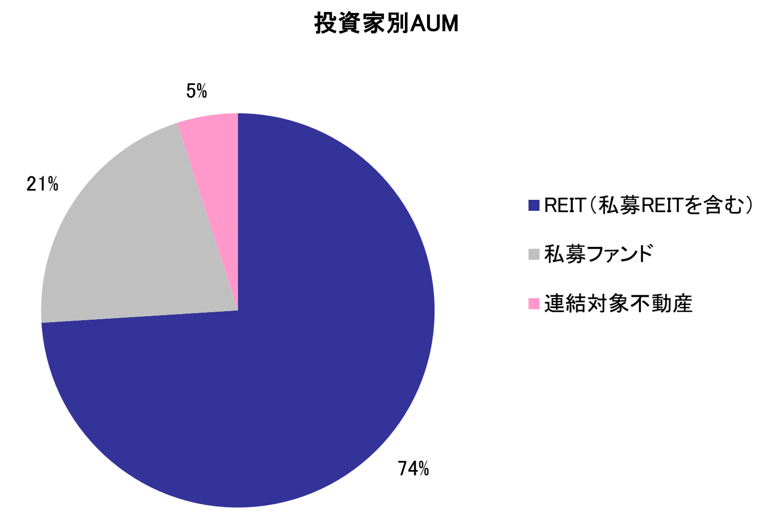
http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

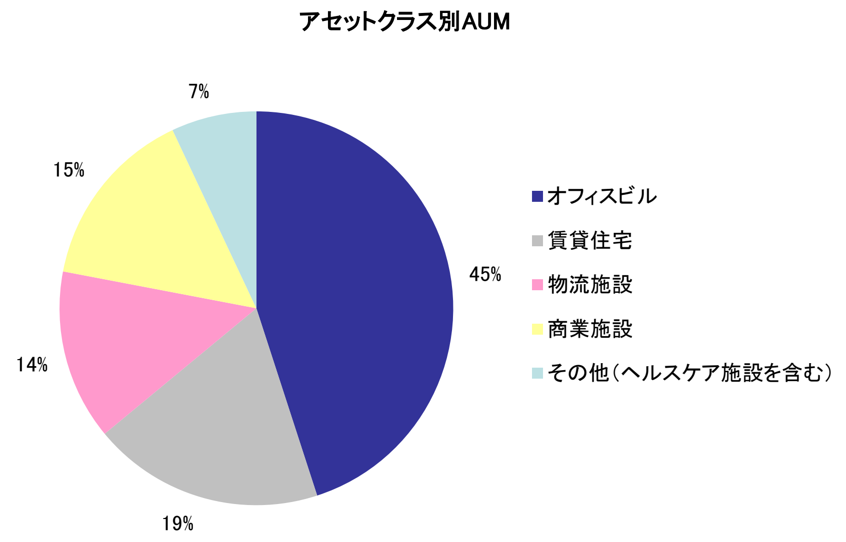
2016 年 9 月 9 日（金）

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

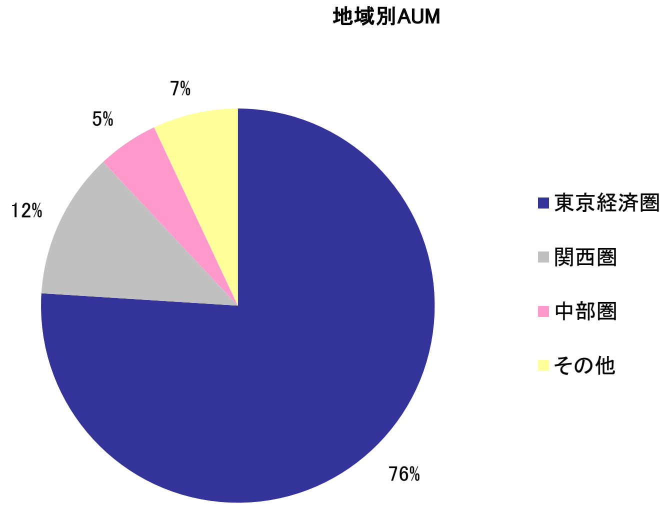
REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、受託資産残高に対して概ね 0.5% の運用報酬（アセットマネジメントフィー収入）が安定的な収益源となっている。2016 年 6 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 74%、私募ファンドが約 21% を占める（残り約 5% は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル 45%、賃貸住宅 19%、物流施設 14%、商業施設 15%、その他（ヘルスケア施設を含む）7% で構成されている。

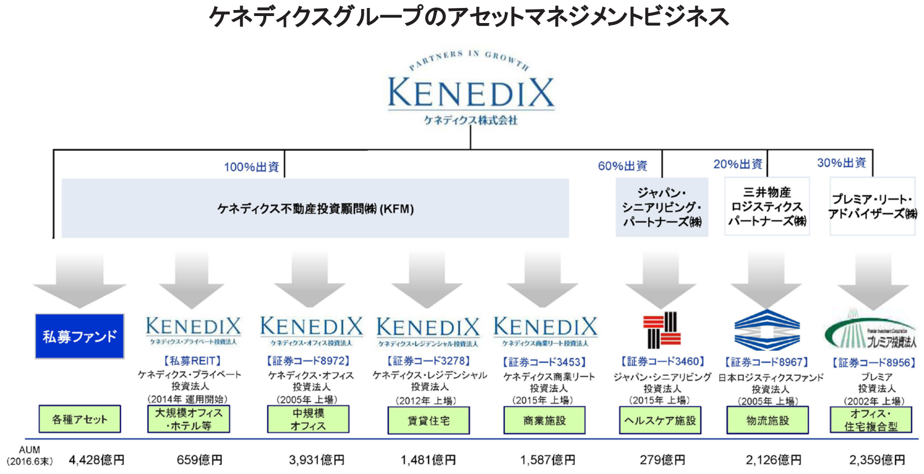




本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

■事業概要





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。

(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（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

不動産証券化ビジネスの勃興を機会と捉え本格参入、順調に成長

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、2015 年には 1.6 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。

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

■企業特長

受託資産残高を積み上げることでアセットマネジメント事業の収益を安定的に伸ばす

(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、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。

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

(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。

■決算動向

「ベース利益」を収益力を表す指標として重視

(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うえ、必ずしも利益を伴うものとは限らない（処分損もあり得る）ため、業績を見る指標としては適切とは言えない。本業（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。従って、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。

収益基盤を支えるフィー収入

(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。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

アセットマネジメント事業の収益体系

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
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
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

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。

第 2 四半期業績は通期予想に対して高い進捗率で推移

(3) 2016 年 12 月期第 2 四半期決算の概要

2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間の業績は、営業収益が前年同期比 2.8% 減の 12,911 百万円（通期予想に対する進捗率 57.1%）、営業利益が同 9.2% 増の 6,364 百万円（進捗率 68.4%）、経常利益が同 37.2% 増の 7,233 百万円（進捗率 71.6%）、親会社株主に帰属する純利益が同 10.6% 減の 7,090 百万円（進捗率 70.9%）となった。通期予想に対して、営業収益及び各利益がともに高い進捗率となっているのは、足元の好調な不動産市況を踏まえて、物件売却を前倒しで進めていることが要因であり、概ね想定通りのようである。また、受託資産残高（トータル AUM）も 1 兆 6,854 億円（前期末比 2.5% 増）に増加したが、同社の中長期的な成長イメージからはスローな伸びと言える。

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、アセットマネジメント事業が物件取得（アクイジションフィー）の遅れにより微増にとどまったものの、不動産関連事業及び不動産投資事業の拡大により増益を確保した。また、総合的な収益力を示す親会社株主に帰属する四半期純利益についても、法人税等や非支配株主に帰属する純利益の増加により減益とはなったものの、持分法による投資利益（営業外収益）の拡大や、連結対象不動産の売却益（特別利益）を前倒しで計上したことから期初予想に対しては高い進捗率となっている。

事業セグメント別の営業総利益の状況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年同期比 0.8% 増の 4,548 百万円と微増にとどまったものの、通期予想に対しては順調に進捗（進捗率 56.9%）している。受託資産残高の増加によりアセットマネジメントフィーが伸びたが、アクイジションフィーについては、REIT 向けビジネスの一巡から一旦縮小する予算となっているうえ、物件取得の遅れも重なりやや低調に推移した。一方、インセンティブフィー及びディスポジションフィーは物件売却を前倒しで進めたことから極めて高い進捗率となっている。

不動産関連事業の営業総利益は同 61.6% 増の 913 百万円と大きく伸び、期初予想に対しても順調に進捗（進捗率 55.3%）している。管理物件の拡大によりプロパティマネジメントフィーが伸びたほか、マスターリース損益等も好調であった。

不動産投資事業の営業総利益は同 19.9% 増の 4,108 百万円と伸長するとともに、期初予想に対しても高い進捗率（進捗率 61.8%）となっている。連結対象不動産（棚卸資産）の売却が一巡したことによる不動産売却損益の縮小や過去投資案件（レガシー）一掃に伴う賃貸事業損益の落ち込みは想定の範囲内とみられる。一方、今後の不動産投資事業の中心となっていく匿名組合分配損益については、債権の回収益による寄与もあり大きく伸長した。また、総合的な不動産投資損益についても、支払金利の削減に加えて、連結対象不動産（固定資産）の売却益（特別利益）を前倒しで計上したことから、前年同期比 5.1% 増の 7,078 百万円に増加するとともに、通期予想に対しても高い進捗率（進捗率 71.2%）となっている。

以上から、第 2 四半期決算のポイントをまとめると、1）物件売却を前倒しで進めたことから、通期予想に対して全般的に高い進捗率となっていること、2）受託資産残高の拡大により安定的な手数料収入（アセットマネジメントフィー及びプロパティマネジメントフィー）が順調に伸びたこと、3）過去投資案件（レガシー）の一掃等により不動産投資事業における損益が匿名組合分配損益にシフトしてきたこと、4）物件取得（オフィス、住宅等）が難しい環境にあるため、アクイジションフィーに若干の遅れがみられることの 4 つをあげることができる。

一方、受託資産残高（トータル AUM）は、前述のとおり、1 兆 6,854 億円（前期末比 2.5% 増）となったが、そのうち、同社が重視しているベース AUM※1 の残高についても 1 兆 1,547 億円（前期末比 2.6% 増）に増加している。ただ、中期経営計画（2017 年 12 月末のベース AUM 残高 1.5 兆円）の実現に向けて必要となる伸び率（年間 10% 程度）と比べるとスローなペースと言える。過熱感のみられる不動産市況が影響しているようだ。一方、私募ファンドについては 3,607 億円（前期末比 1.3% 減）と若干減少したものの、これまでの縮小一辺倒からは底打ちの兆しがみられる。2015 年 7 月に第一生命との共同投資により不動産コアファンド※2 を組成したほか、今後は新規分野への取り組み等により拡大を図る方針である。

財務面では、REIT 向けや長期保有（過去投資案件）などの物件売却が前期で一巡したことにより連結対象不動産の残高がプラスに転じたことや現預金の増加等により総資産が 184,451 百万円（前期末比 7.5% 増）に拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しにより 89,163 百万円（前期末比 7.0% 増）に増えたことから自己資本比率は 48.3%（前期末は 48.6%）とほぼ横ばいで推移した。有利負債残高についても、連結対象不動産の増加に伴ってノンリコースローン※3 が 54,815 百万円（前期末比 20.1% 増）に増加したが、通常のコーポレートローンについては 22,371 百万円（前期末比 5.5% 減）に減少しており、財務基盤の安定性に懸念はない。今後は、現在の総資産の規模や財務レバレッジを維持していく方針のようだ。

※ 1 同社がメインスポンサーとなっている REIT 及び私募ファンドの AUM
※ 2 首都圏に所在する複数の賃貸住宅を対象
※ 3 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。

FISCO

ケネディクス

4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間の損益の状況と進捗率

（単位：百万円）

	15/12 期 2Q 実績		16/12 期 2Q 実績		増減		16/12 期 通期予想	進捗率
		構成比		構成比		増減率		
営業収益	13,279		12,911		-368	-2.8%	22,600	57.1%
営業総利益	8,505	64.0%	9,570	74.1%	1,065	12.5%	16,300	58.7%
販管費	2,675	20.1%	3,206	24.8%	531	19.9%	7,000	45.8%
営業利益	5,829	43.9%	6,364	49.3%	535	9.2%	9,300	68.4%
営業外収益	441	-	1,586	-	1,145	259.6%	1,800	-
営業外費用	997	-	-717	-	280	-28.1%	-1,000	-
経常利益	5,274	39.7%	7,233	56.0%	1,959	37.2%	10,100	71.6%
特別利益	4,312	-	3,877	-	-435	-10.1%	4,200	-
特別損失	7	-	190	-	-183	-	-0	-
税金等調整前四半期純利益	9,579	72.1%	10,921	84.6%	1,342	14.0%	14,300	76.4%
親会社株主に帰属する四半期純利益	7,934	59.7%	7,090	54.9%	-844	-10.6%	10,000	70.9%
ベース利益	-		2,408		-	-	3,000	80.3%
不動産投資損益	6,734		7,078		344	5.1%	9,850	71.9%

第 2 四半期累計期間営業総利益の内訳と進捗率

（単位：百万円）

	15/12 期 2Q 実績	16/12 期 2Q 実績	増減		16/12 期 通期予想	進捗率
				増減率		
アセットマネジメント事業	4,513	4,548	35	0.8%	8,000	56.9%
アクイジションフィー	1,927	696	-1,231	-63.9%	1,500	46.4%
アセットマネジメントフィー	1,681	2,340	659	39.2%	4,800	48.8%
インセンティブフィー	321	1,010	689	214.6%	1,200	84.2%
ディスポジションフィー	511	443	-68	-13.3%	400	110.8%
その他フィー収入	70	57	-13	-18.6%	100	57.0%
不動産関連事業	565	913	348	61.6%	1,650	55.3%
プロパティマネジメントフィー	403	526	123	30.5%	1,100	47.8%
マスターリース損益等	161	387	226	140.4%	550	70.4%
不動産投資事業	3,426	4,108	682	19.9%	6,650	61.8%
賃貸事業損益	1,302	1,016	-286	-22.0%	1,750	58.1%
不動産売却損益	912	-0	-912	-100.0%	100	0.0%
匿名組合分配損益 / その他	1,210	3,093	1,883	155.6%	4,800	64.4%

2016 年 12 月期第 2 四半期末の財務の状況

（単位：百万円）

	15/12 期末	16/12 期 2Q 末	増減	
				増減率
流動資産	63,538	69,741	6,203	9.8%
現金及び預金	47,545	51,737	4,192	8.8%
販売用不動産	-	6,823	6,823	-
営業貸付金	6,947	5,214	-1,733	-24.9%
固定資産	108,036	114,709	6,673	6.2%
有形固定資産	73,312	80,786	7,474	10.2%
無形固定資産	4,334	4,249	-85	-2.0%
投資その他の資産	30,388	29,674	-714	-2.3%
総資産	171,575	184,451	12,876	7.5%
流動負債	17,963	19,981	2,018	11.2%
固定負債	61,259	66,437	5,178	8.5%
純資産	92,353	98,033	5,680	6.2%
負債及び純資産	171,575	184,451	12,876	7.5%
保有不動産	73,312	87,609	14,297	19.5%
棚卸資産	-	6,823	6,823	-
有形固定資産	73,312	80,786	7,474	10.2%
有利子負債	69,307	77,187	7,880	11.4%
うち、ノンリコースローン	45,634	54,815	9,181	20.1%
	23,672	22,371	-1,301	-5.5%
自己資本比率	48.6%	48.3%	-0.3pt	-

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。

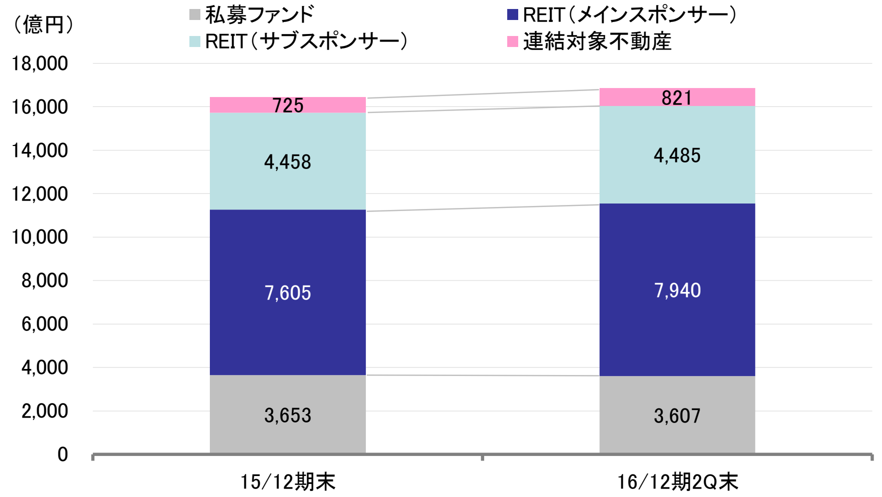
FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

2016年12月期第2四半期の受託資産残高（AUM）の状況（前期末比）



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

自己勘定投資は第 2 四半期で約 150 億円の新規投資を実行

(4) 2016 年 12 月期第 2 四半期における投資実績

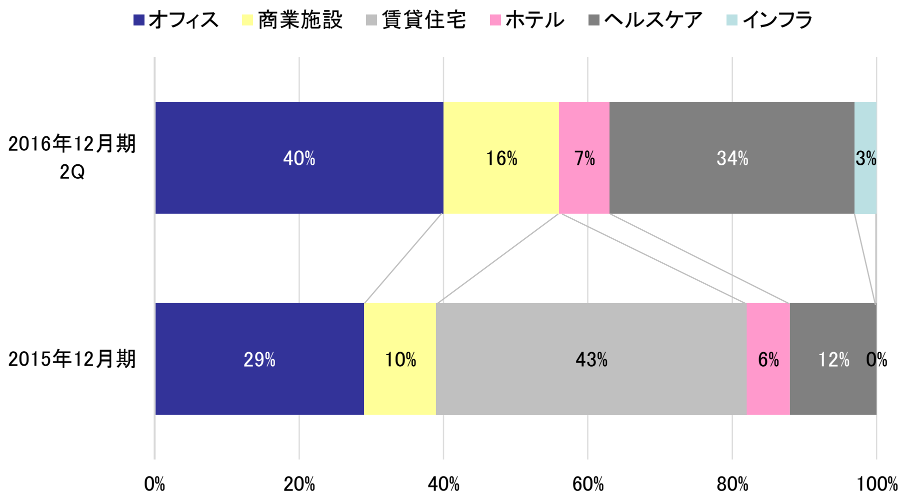
不動産投資事業における自己勘定投資については、自己資本の範囲内という方針のもと、約 150 億円の新規投資を実行した。これは、前期末の投資用現金残高 150 億円にほぼ見合う金額となっている。

ヘルスケアや商業施設を対象とした REIT 向けのブリッジファンドのほか、オフィスを対象としたコアファンド※1 やメザニンローン※2 などへの投資比率が大きかった。特に、ヘルスケアについては、REIT へのブリッジファンドとして介護老人保健施設 5 物件をその他投資家との共同出資により取得した。また、注目すべきは、商業施設及びホテルを対象とした開発案件や太陽光発電所を主な対象としたインフラファンドが新たに立ち上がったことである。商業施設については、伊藤忠商事 <8001> との提携により生活密着型商業施設の開発ファンドを組成。ホテルについても銀座や新浦安でのプロジェクトなどが進行している。新規分野が立ち上がってきたことでバランスのよい配分となっている。

※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

※2 ミドルリスク・ミドルリターン（お概ね 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

不動産関連投資（新規実行分）の内訳



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

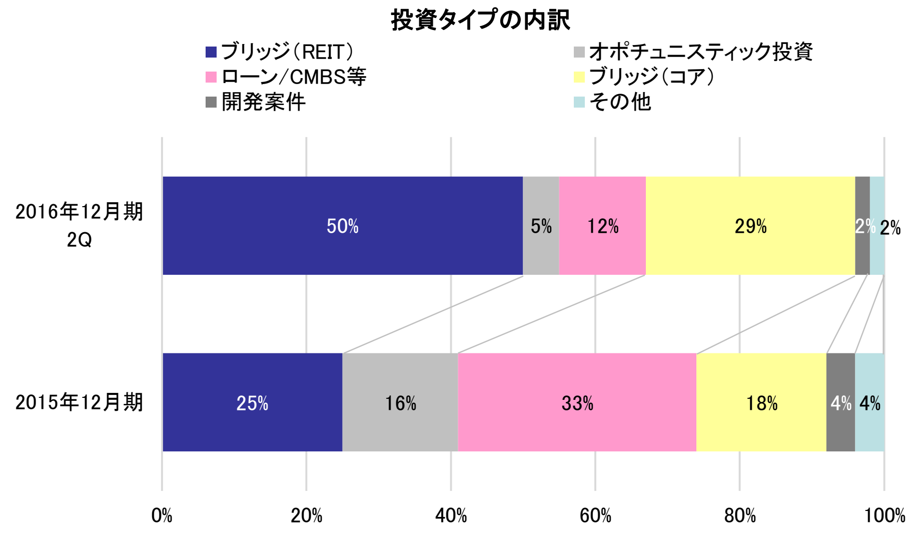
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

一方、2016 年 6 月末の投資金額総計（投資エクスポージャー）850 億円の内訳をみると、2015 年 12 月末と比べてコアファンドが増加したこと、商業施設開発ファンドやインフラファンドを新たに立ち上げたことなどの影響がみられるが、大きな変動はないと言える。なお、約 150 億円の新規投資を行った一方、既存投資からの回収が約 180 億円となったことから 2016 年 6 月末の投資用現金（投資余力）は 180 億円に増えているが、第 3 四半期以降においても、開発ファンド（商業、ホテル、物流）やコアファンド（オフィス・住宅）やメザニン、海外、インフラ、民泊、M&A 等への投資に振り向けていく方針である。

通期は期初予想を据え置く

（5）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、期初予想を据え置いており、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、親会社株主に帰属する当期純利益を同 2.0% 増の 10,000 百万円と見込んでいる。第 2 四半期実績が通期予想に対して高い進捗率となったものの、前述のとおり、物件売却の前倒しによるものであり、年間を通じては期初予想の水準に収束すると判断しているようだ。

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予想となっているが、総合的な収益力を示す純利益については、支払金利の削減や過去投資案件の処分損（特別損失）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継続するものと捉えるのが妥当であろう。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

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	
		構成比		構成比		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	-	-0	-	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%
親会社株主に帰属する当期純利益	9,807	37.7%	10,000	44.2%	193	2.0%
ベース利益	3,854		3,000		-854	-22.2%
不動産投資損益	7,096		9,850		2,754	38.8%

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	
				増減率
アセットマネジメント事業	9,247	8,000	-1,247	-13.5%
アクイジションフィー	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 / その他	3,376	4,800	1,424	42.2%

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（不動産市況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。ただ、好調な不動産市況のもと、売却価格が想定を上回ることで業績が上振れる可能性にも注意が必要である。

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。

■成長戦略とその進捗

最終年度 2017 年 12 月期にベース利益 40 億円、3 年平均 ROE8% を目指す中期経営計画

(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に向けた内部留保の充実にも取り組む。

ホテル開発ファンドや民泊拡大に向けた先行投資などを推進

(2) 新規分野の拡大に向けた進捗

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、銀座及び新浦安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、札幌や沖縄、名古屋等でパイプラインを進めている。

b）「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）。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。

c）商業施設開発ファンドの組成

伊藤忠商事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したファンドを組成した（2016 年 8 月）。また、同社単独またはその他投資家との共同投資も別途促進しており、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を図っている。

d）インフラファンドの設立

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）を設立について合意した（2016 年 3 月）。太陽光発電所を主な投資対象とし、ファンド規模は 400 億円を予定している。中期的には受託資産残高 1,000 億円程度を目指す。

e）アジアビジネスの展開

Kenedix Asia Pte.Ltd. の第 1 号投資案件として、ベトナムの首都ハノイに所在するオフィスとサービスアパートメントから成る 9 階建ての複合ビルに投資を行った（2015 年 12 月）。ASEAN 地域における REIT を展望した戦略的な投資と位置付けている。

f）米国西海岸の賃貸住宅（Multifamily）への投資

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。

g）ブリッジファンド（ヘルスケア施設）

系列 REIT であるジャパン・シニアリビング投資法人及びその他投資家との共同出資により介護老人施設 5 物件を取得した（2016 年 3 月）。今後も安定的な成長が見込まれる REIT へのブリッジファンド組成を継続する方針である。

h）三菱 UFJ リースと共同 AM 会社

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ーアップ投資の強化につなげる狙いがある。

弊社では、今期（2016 年 12 月期）の業績（営業利益及びベース利益）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、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きた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（資金アロケーション）についてもフォローしていきたい。

FISCO

ケネディクス

4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

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、ROE15% を掲げる

(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 6 月末実績は約 0.6 兆円）、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。

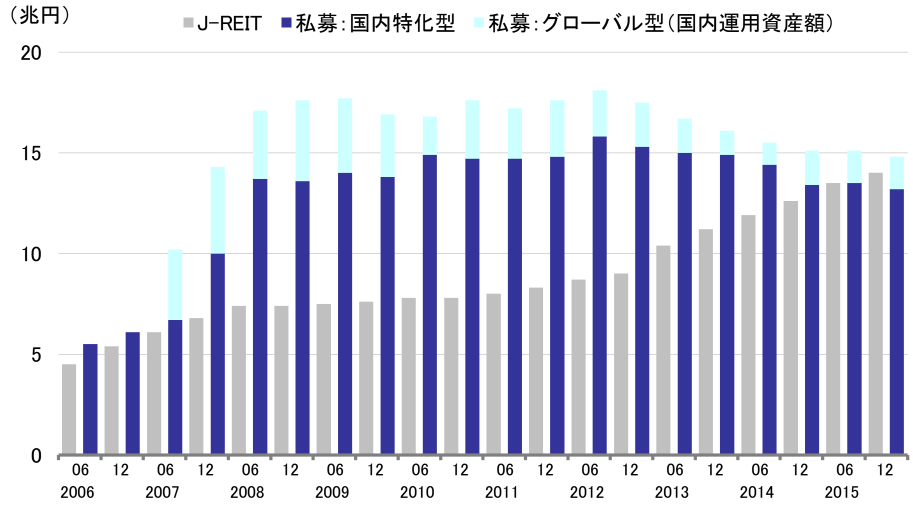
■業界環境

拡大基調が続く J-REIT、私募ファンド市場の回復にも期待感

(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、2015 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 28.8 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、足元ではほぼ横ばいで推移している。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 指数は好調に推移しており、J-REIT の銘柄数も 2016 年 6 月末で 55 銘柄となっている。特に、マイナス金利政策の導入後、国内外の機関投資家からの旺盛な資金流入が続いている。

私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



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。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

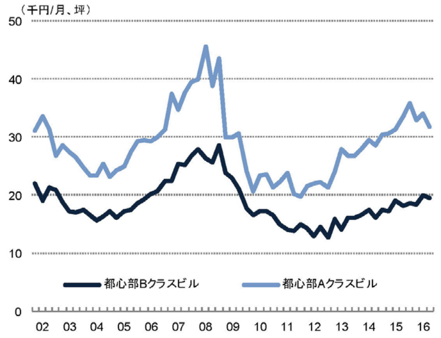
2016 年 9 月 9 日（金）

(2) 不動産投資環境

a) オフィス市場

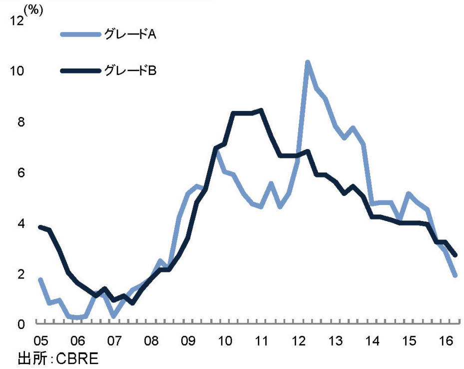
オフィスビル平均成約賃料は 2013 年にプラスに転じており、足元では高い水準で推移している。平均空室率も改善傾向にある。また、中期的に見ても都内のオフィス供給量は安定的に推移する見通しであり、需給関係が大きく悪化することはなさそうだ。ただ、足元で景況感が鈍化しており、円高の進行や海外経済の減速により企業業績の悪化が予想されるため、動向を見守る必要がある。

平均成約賃料の推移(東京都心部)



出所：三幸エステートよりケネディクス作成

平均空室率(東京23区)



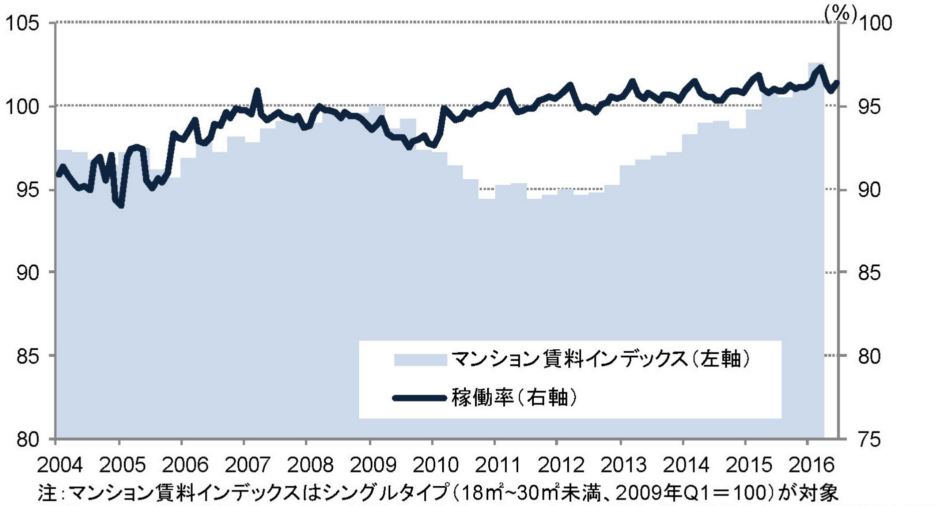
出所：CBRE

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 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。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が拡大している。

賃貸住宅賃料（東京23区）と稼働率（首都圏）

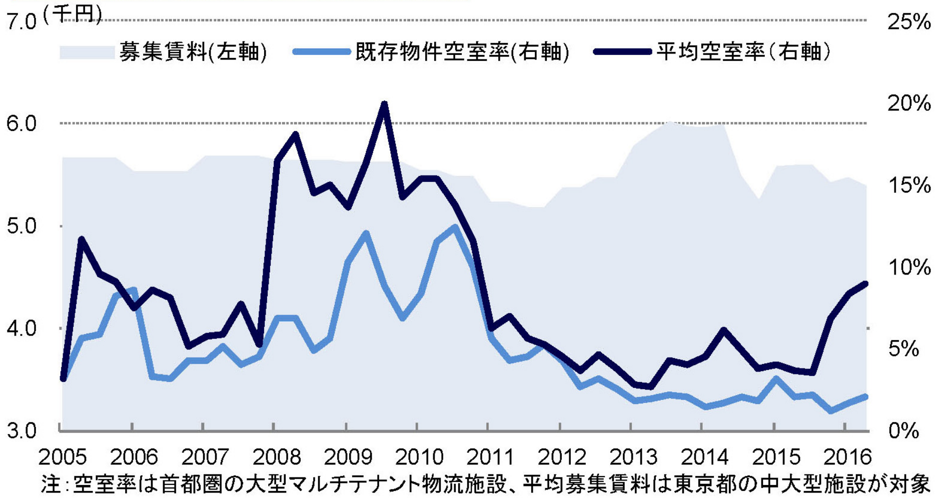


注：マンション賃料インデックスはシングルタイプ（18㎡~30㎡未満、2009年Q1＝100）が対象
出所：J-REIT開示情報、『マンション賃料インデックス』（アットホーム㈱、㈱三井住友トラスト基礎研究所）を元にケネディクス作成

出所：決算説明会資料

首都圏物流施設空室率は、足元では一時的な大規模新規供給による影響はみられるものの、e コマース拡大等による需要増を追い風として、総じて低水準で推移している。新規供給の当面のピークが近いうえ、需要も堅調であるが、開発計画も多くあることから、空室率は低下しづらいとの見方もある。

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：決算説明会資料

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）

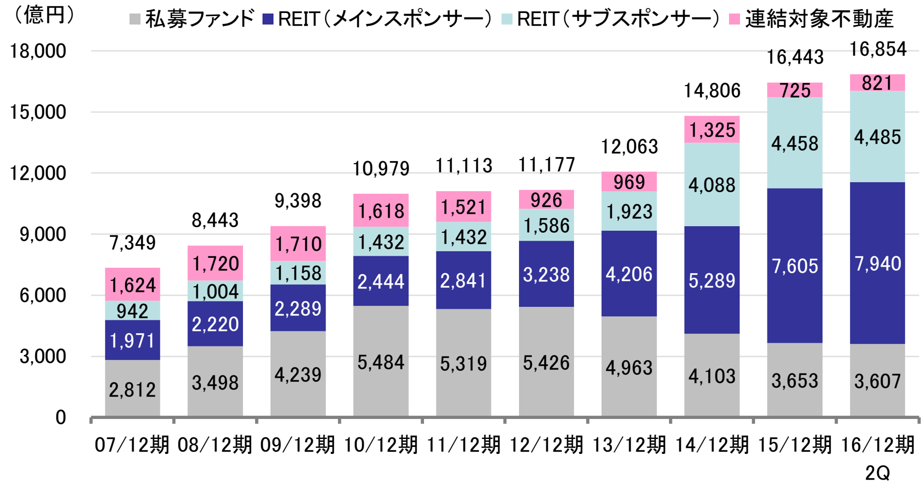
■過去の業績推移

安定収益であるアセットマネジメント事業への回帰で業績回復

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、2015 年 12 月期には約 55% 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てきた。

受託資産残高（AUM）の推移（期末）



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。

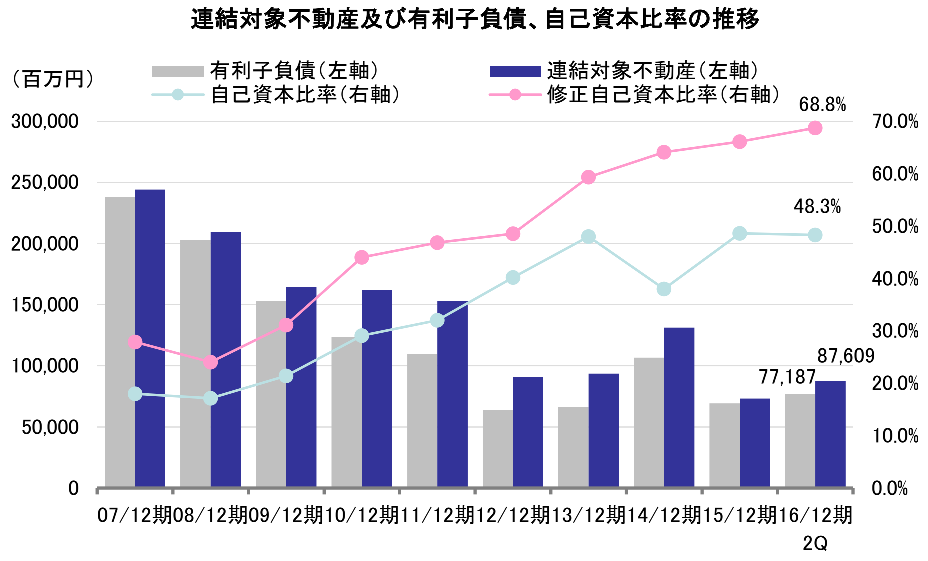
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

ケネディクス
4321 東証 1 部

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

2016 年 9 月 9 日（金）



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 ROE で 8.0% を目指している。

■株主還元

2016 年 12 月期は 4 円配当を予想、利益成長に伴う増配の可能性にも期待

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。

FISCO

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・表示したものですが、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にお願いします。

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