

|| 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 9 月 5 日 (火)

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	09
3. 2017年12月期上期決算の概要	09
4. 2017年12月期上期における投資実績	12
5. 上期業績の総括	12
■ 成長戦略	13
1. 中期経営計画	13
2. 成長戦略の進捗	13
3. 長期ビジョン	15
■ 業績見通し	15
■ 業界環境	17
■ 過去の業績推移	19
■ 株主還元策	21

■ 要約

受託資産の拡大により足元業績は好調に推移。 不動産クラウドファンディング事業の立ち上げを開始

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1.8兆円を超える。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、いよいよ同社が目指してきた「ケネディクスモデル」※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。また、新たな不動産投資の仕組みである不動産クラウドファンディング事業の立ち上げも進めている。

※ 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独自の収益モデル。

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。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

2017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4.6%増の13,509百万円、営業利益が同7.4%増の6,836百万円、経常利益が同15.3%減の6,128百万円、親会社株主に帰属する純利益（以下、純利益）が同16.2%減の5,941百万円となった。受託資産の順調な拡大に伴って、「ベース利益」が大きく伸びた一方、「不動産投資損益」は売却タイミングが前年同期と比べて下期寄りとなっていることから減益となったが、通期予想に対する進捗率は総じて50%を超えており、ほぼ計画どおりの進捗と言える。また、今後の受託資産拡大に向けても、大型案件の獲得や物件供給パイプラインの積み上げなどで一定の成果を残した。

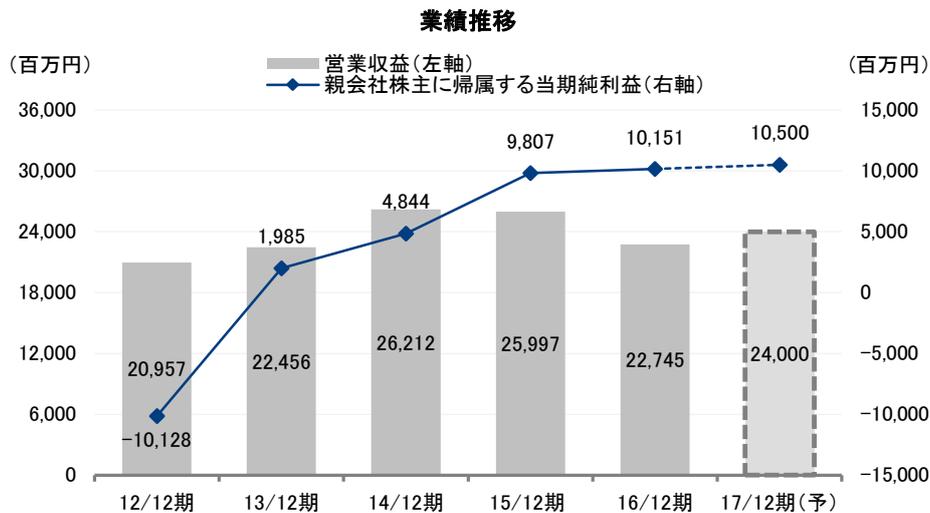
2017年12月期の業績予想について同社は、上期業績や足元の状況などを勘案して期初予想を据え置いており、営業収益が前期比5.5%増の24,000百万円、営業利益が同14.4%増の10,900百万円、経常利益が同0.6%増の10,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同3.4%増の10,500百万円と増益基調が継続する見通しである。また、2017年12月末の受託資産残高を1兆9,000億円（前期末比11.5%増）にまで拡大するとともに、「ベース利益」についても4,000百万円（前期比30.2%増）へと大きく伸ばす計画であり、中期経営計画の達成を見込んでいる。株主還元については、既に約50億円の自社株買いを実施しているが、期末配当も1株当たり6円（前期比2円増配）を予定しており、前期に引き続き総還元性向60%水準を継続する方針である。「ケネディクスモデル」の本格稼働に伴い、より資本効率性を重視した資本政策への転換を反映したものと評価できるだろう。

要約

弊社では、上期業績が順調に進捗していることに加えて、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積み上げていることなどから、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、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、不動産クラウドファンディング事業の立ち上げは、新しい市場の創出であるがゆえに、将来的なポテンシャルが大きい上、業界標準プラットフォームを確立することによる先行者利益を享受できる可能性が高い。足元では物件取得競争の激化や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来すものではないとみている。

Key Points

- ・ 受託資産の拡大により足元業績は好調に推移
- ・ 今後の受託資産拡大に向けても、大型案件の獲得やパイプラインの積み上げなどで一定の成果
- ・ 2017年12月期の通期業績は増益基調の継続により、中期経営計画の達成を目論む
- ・ 株主還元についても、前期に引き続き総還元性向60%水準を継続する方針
- ・ 新たな不動産投資の仕組みである不動産クラウドファンディング事業の立ち上げを開始



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

受託資産残高 1.8 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 1.8 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。

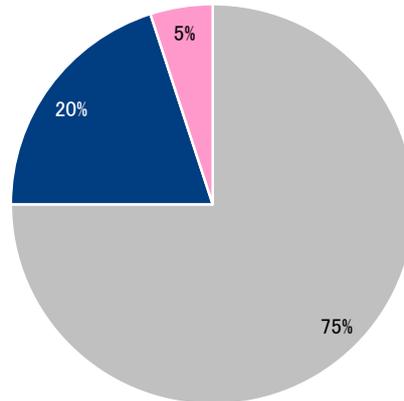
(1) アセットマネジメント事業

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。2017 年 6 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 75%、私募ファンドが約 20% 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 17%、物流施設 13%、商業施設 16%、その他（ヘルスケア施設を含む）9% で構成されている。地域別では、東京経済圏が 76% 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

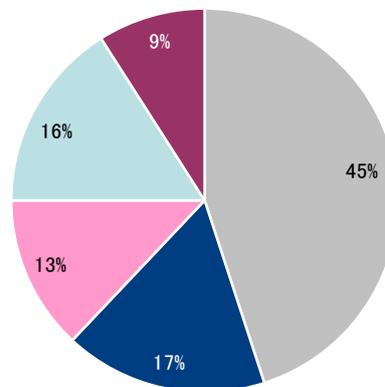
■ REIT(私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 連結対象不動産



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

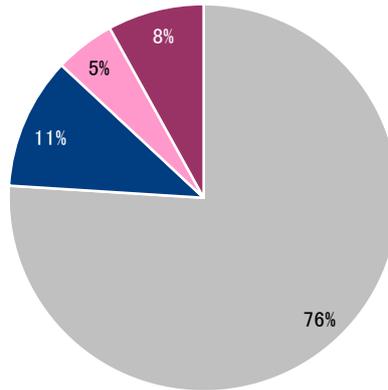


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

会社概要

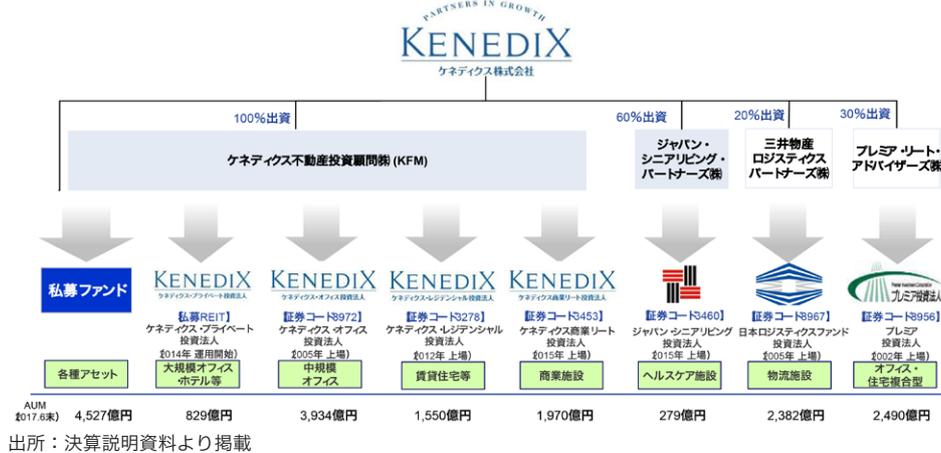
地域別AUM

■ 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

同社グループの資産管理ビジネス



(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。

会社概要

(3) 不動産投資事業

不動産や REIT などへの自己勘定投資を行う事業である。ファンドに組み入れるための不動産の一時保有のほか、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。

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。

会社概要

沿革

1995年	ケネディクス株式会社(当時ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社)設立
1999年	川崎データセンタービル投資、AM事業への本格参入
2001年	大手生命保険会社との不動産投資ファンドを組成
2002年	大阪証券取引所ナスダックジャパン(現東京証券取引所JASDAQ市場)に上場
2003年	国内年金基金向けの不動産投資ファンドを組成
2004年	東京証券取引所第1部銘柄に指定
2005年	J-REIT(ケネディクス不動産投資法人及び日本ロジスティクスファンド投資法人)が東京証券取引所上場
2007年	Challenger Kenedix Japan Trustがオーストラリア証券取引所上場
2008年	ドイツ投資家向けの商業施設私募ファンドの組成
2009年	KDX 豊洲グランスクエア売却・AM受託
2010年	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により、アセットマネジメント事業の収益を安定的に伸ばすことが業績拡大に結び付く。特に、リーマン・ショック以降、その方針が明確に打ち出されている。不動産投資ファンドの勃興期から活躍してきた同社は、不動産市況等の影響を受けながらも、着実に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。1.8兆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。また、最近では、「民泊」拡大を見据え、サービスアパートメント事業を開始したほか、（株）野村総合研究所との協業により、新しい不動産投資の仕組みである不動産クラウドファンディング事業の立ち上げにも取り組んでいる。

(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などを運用しており、世界でもまれな REIT 運用グループとなっている。

業績動向

受託資産の拡大により足元業績は好調に推移

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、資金調達にかかる支払金利（営業外費用）も合わせて総合的に判断することが必要となる。したがって、総合的な収益力を示す最終損益（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、関連する損益を合算した「不動産投資損益」を指標としている。したがって、大まかな捉え方をすれば、同社の最終損益（純利益）は、「ベース利益」と「不動産投資損益」によって構成されており、「ベース利益」は受託資産残高に連動して着実に積み上がる一方、「不動産投資損益」は自己勘定投資（約 800 億円程度）の 10% を目標投資リターンとする運用の成果とみなすことができる。

2. 収益体系

(1) アセットマネジメント事業

アセットマネジメント事業は4つの手数料が収益源となっている。特に、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

アクイジションフィー (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

(2) 不動産関連事業

不動産関連事業は、不動産管理業務（プロパティマネジメント等）や不動産を利用した運営業務（サービスオフィス等）による手数料収入が収益源となっている。

(3) 不動産投資事業

自己勘定投資による賃貸事業損益や不動産売却損益のほか、匿名組合分配損益（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. 2017年12月期上期決算の概要

2017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4.6%増の13,509百万円、営業利益が同7.4%増の6,836百万円、経常利益が同15.3%減の6,128百万円、純利益が同16.2%減の5,941百万円であった。売却タイミングが下期寄りとなっていることから、「不動産投資損益」が前年同期比で減益となっているものの、通期業績予想に対する進捗率は総じて50%を超えており、ほぼ計画どおりの進捗と言える。また、受託資産残高も1兆8,184億円（前期末比6.8%増）と順調に拡大した。

ケネディクス | 2017年9月5日(火)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

事業別の営業総利益を見ると、アセットマネジメント事業（特に、アセットマネジメントフィー）が受託資産の拡大に伴って大きく伸びた。一方、不動産関連事業は先行費用※の発生があったことにより僅かに減益となったが想定範囲内である。また、不動産投資事業も上期偏重であった前年同期に比べて匿名組合（非連結SPC）からの分配損益が減益となっているが、こちらも計画どおりの進捗である。

※ サービスアパートメント事業に関する初期費用（家具の入れ替えなどを含む）。

なお、最終損益（純利益）が減益となっているが、その要因を「ベース利益」と「不動産投資損益」に分解してみると、同社が重視する「ベース利益」が受託資産の拡大に伴って前年同期比31.4%増の約31億円と大きく伸びた一方、「不動産投資損益」が同18.6%減の約40億円と出遅れたことに起因している。ただ、前述のとおり、「不動産投資損益」が減益となっているのは、売却タイミングが前年同期と比べて下期寄りとなっていることが理由であり、通期予想（最終損益）に対しては56.6%と順調に進捗している。

また、注目すべきは、着実に成長してきた安定的な手数料収益（AMフィーやPMフィーなど）により、販管費を賄える収益構造に変化してきたところである。

受託資産残高は、前述のとおり、1兆8,184億円（前期末比6.8%増）に順調に拡大した。特に、サブスポンサーリーートの伸びが大きいのは、三井物産との協業による日本ロジスティクスファンド投資法人<8967>（物流施設）が伸びたことや、新たにマレーシアREITを受託※¹したことに起因する。また、メインスポンサーリーートについても、KRR（商業施設等）※²及びKPI（大型オフィス及びホテル等）※³が大きく伸びた。特に、KRRについては、新たに10物件を取得したが、同社からは開発事業を中心に3物件を供給している。一方、私募ファンドについてはわずかに縮小したが、下期には大型案件※⁴が予定されており、期末ベースでは大きく伸びる見通しである。

※¹ 後述するマレーシア向け投資案件に伴うもの。

※² KRRは、ケネディクス商業リート投資法人の略（以下、同様）。

※³ KPIは、ケネディクス・プライベート投資法人の略（以下、同様）。

※⁴ 横浜みなとみらい地区における三菱重工横浜ビル（新規コアファンド等の組成を予定）及びその隣接地（開発用地）への投資。

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）が前期末比9.3%増の102,169百万円と積み上がったことから総資産が前期末比3.1%増の186,033百万円に拡大した一方、自己資本は自己株式の取得（約50億円）や配当金の支払い（約10億円）により前期末比0.8%減の86,927百万円とわずかに縮小したことから、自己資本比率は46.7%（前期末は48.6%）に若干低下した。有利子負債もノンリコースローン※の増加により前期末比7.4%増の81,699百万円に拡大している。ただ、財務の安全性は維持されており、資本効率性を重視した資本政策（株主還元策）は高く評価できる。

※ 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。したがって、通常のコーポレートローンと比べて、財務の安全性を損なうリスクは小さいと言える。

ケネディクス | 2017年9月5日(火)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

2017年12月期第2四半期の損益の状況

(単位：百万円)

	16/12期2Q		17/12期2Q		増減		17/12期 通期予想	進捗率
	実績	構成比	実績	構成比		増減率		
営業収益	12,911		13,509		598	4.6%	24,000	56.3%
営業総利益	9,570	74.1%	10,056	74.4%	486	5.1%	18,000	55.9%
販管費	3,206	24.8%	3,219	23.8%	13	0.4%	7,100	45.3%
営業利益	6,364	49.3%	6,836	50.6%	472	7.4%	10,900	62.7%
営業外収益	1,586	-	362	-	-1,224	-77.2%	800	45.3%
営業外費用	717	-	1,070	-	353	49.2%	1,000	107.0%
経常利益	7,233	56.0%	6,128	45.4%	-1,105	-15.3%	10,700	57.3%
特別損益	3,687	-	1,428	-	-2,259	-61.3%	3,100	46.1%
税金等調整前四半期純利益	10,921	84.6%	7,556	55.9%	-3,365	-30.8%	13,800	54.8%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	7,090	54.9%	5,941	44.0%	-1,149	-16.2%	10,500	56.6%
ベース利益	2,408		3,163		755	31.4%	4,000	79.1%
不動産投資損益	5,020		4,086		-934	-18.6%	8,700	47.0%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2017年12月期第2四半期営業総利益の内訳

(単位：百万円)

	16/12期2Q		17/12期2Q		増減		17/12期 通期予想	進捗率
	実績		実績			増減率		
アセットマネジメント事業	4,548		5,251		703	15.5%	8,850	59.3%
アキュイジションフィー	696		892		196	28.2%	1,600	55.8%
アセットマネジメントフィー	2,340		2,574		234	10.0%	5,200	49.5%
インセンティブフィー	1,010		1,048		38	3.8%	1,250	83.8%
ディスポジションフィー	443		311		-132	-29.8%	350	88.9%
その他フィー収入	57		424		367	643.9%	450	94.2%
不動産関連事業	913		890		-23	-2.5%	1,850	48.1%
プロパティマネジメントフィー	526		645		119	22.6%	1,150	56.1%
マスターリース損益等	387		244		-143	-37.0%	700	34.9%
不動産投資事業	4,108		3,914		-194	-4.7%	7,300	53.6%
賃貸事業損益	1,016		1,069		53	5.2%	2,400	44.5%
不動産売却損益	-0		112		112	-	100	112.0%
匿名組合分配損益/その他	3,093		2,732		-361	-11.7%	4,800	56.9%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

4. 2017年12月期上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213億円（前年同期は約150億円）の新規投資を実行した。注目すべきは、大型案件（横浜みなとみらい地区）の獲得に向けた隣接地（開発用地）の取得（約74.4億円）のほか、KRR向けの商業施設（約31.6億円）や米国西海岸の賃貸住宅への投資（約38.5億円）などが挙げられる。一方、投資元本の回収についても、REIT向けのブリッジファンドやREIT投資証券（私募REIT）等から約191億円を回収しており、いわゆる「リサイクル投資」（※7）を繰り返しながら、投資先行状態が解消してきたと言える。

※ 回収資金の中から新規投資を行う資金循環により、投資元本を増やさない同社の投資方針

2017年6月末の投資金額総計（投資エクスポージャー）772億円の内訳を見ても、ブリッジファンドやREIT投資証券の比率が低下する一方、コアファンドや海外案件などが大きく伸びている。また、2017年12月期の通期ベースでは、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。

投資金額総額に占める投資タイプ別の内訳

（単位：億円）

	2016年12月末		2017年6月末		増減	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率
ブリッジ	129	16%	65	8%	-64	-49.6%
コア	49	6%	121	15%	72	146.9%
オポチュニスティック	50	6%	63	8%	13	26.0%
開発	218	28%	193	24%	-25	-11.5%
メザニン・債権	33	4%	38	5%	5	15.2%
海外案件	72	9%	108	13%	36	50.0%
インフラ案件	25	3%	19	2%	-6	-24.0%
長期保有等	32	4%	40	5%	8	25.0%
REIT投資証券	119	15%	72	9%	-47	-39.5%
事業法人出資等	23	3%	50	6%	27	117.4%
投資用現金	57	7%	35	5%	-22	-38.6%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

5. 上期業績の総括

以上から、上期業績は総じて好調に推移したものと総括できる。特に、受託資産の拡大と、それに伴う「ベース利益」の大幅な伸びは、「ケネディクスモデル」が順調に稼働しているものと言えるだろう。また、今後の受託資産拡大に向けても、大型案件の獲得や物件供給パイプラインの積み上げなどで一定の成果があった。

■ 成長戦略

商業施設やホテル、インフラなど、新規分野が順調に拡大。 新たな不動産クラウドファンディング事業の立ち上げを準備

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もと、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 ROE8.0% 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) が 2017 年 2 月に竣工 (3 月にオープン) したほか、同社単独の案件として、銀座 (2019 年 3 月竣工予定) 及び新浦安 (2018 年 1 月竣工予定) 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 (2018 年 10 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

KRR との共同出資案件である習志野台（船橋市）の既存 1 件（KRR が 2017 年 4 月取得済）に加えて、千葉市矢作町（KRR が 2017 年 5 月取得済）、横浜市（2017 年 10 月竣工予定）、板橋区ときわ台（2017 年 8 月竣工）の開発 3 件を進めてきた。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）を組成し、2017 年 6 月末時点では 1 号ファンドから 3 号ファンドまで合計 8 物件の太陽光発電所を投資対象（受託資産残高約 100 億円、合計パネル出力 25.6MW）とするプロジェクトが進行している。また、4 号ファンド（約 8MW）及び 5 号ファンド（約 11MW）の組成準備にも着手している（2017 年中の組成を予定）。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）を締結した。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。KRR 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た。さらに、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 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ている。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

a) 「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）への投資を行う（2016年8月）とともに、渋谷区でも新たにサービスアパートメントを開業（2017年3月）した。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。

b) 不動産クラウドファンディング事業の立ち上げ

2017年8月には、野村総合研究所との協業により、不動産を対象とした投資型クラウドファンディング事業の立ち上げを開始した。インターネットを通じて、不動産への幅広い投資機会を様々な投資家に提供することが目的である。特に、個人にとって不動産への投資の機会は J-REIT やマンション投資などに限られていたが、個人にも小口化された不動産金融商品に対して、インターネットを通じて投資できる仕組みを提供するところに狙いがある。両社は、この仕組みに、他の不動産資産運用会社や不動産デベロッパー会社等が参画し、業界標準になることを目指している。また、将来的には、人工知能やビッグデータ分析、ブロックチェーン等を応用し、投資アドバイスを行うロボットアドバイザー（ロボアド）など不動産テック事業における新たなサービスの提供も予定している。

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（2017年6月末時点では6,557億円）、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、上期業績や足元の状況などを踏まえ期初予想を据え置いており、営業収益が前期比5.5%増の24,000百万円、営業利益が同14.4%増の10,900百万円、経常利益が同0.6%増の10,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同3.4%増の10,500百万円と増益基調が継続する見通しである。また、2017年12月末の受託資産残高を1兆9,000億円（前期末比11.6%増）まで大きく拡大するとともに、「ベース利益」についても4,000百万円（前期比30.2%増）へと大きく伸ばす計画であり、中期経営計画の達成を見込んでいる。

ケネディクス | 2017年9月5日(火)
 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。また、上期業績では前年同期と比べて出遅れ感のあった「不動産投資損益」についても、通期では前期と横ばいの8,700百万円で着地する見通しである。

2017年12月期業績予想

(単位：百万円)

	16/12期 実績		17/12期 予想		増減	
		構成比		構成比		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 実績	17/12期 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、上期業績が順調に進捗していることに加えて、受託資産の拡大に向けた大型案件の獲得や物件供給パイプラインも順調に積み上げていることなどから、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。

また、不動産クラウドファンディング事業についても、「不動産の限りなき可能性を切り拓いてきた」同社ならではの取り組みと評価できる。新しい市場の創出であるがゆえに、将来的なポテンシャルが大きい上、業界標準プラットフォームを確立することによる先行者利益を享受できる可能性も高い。市場の立ち上がりや業績貢献への道筋など、現時点で未知数な部分はあるが、中長期的な目線で見守ることが必要だろう。

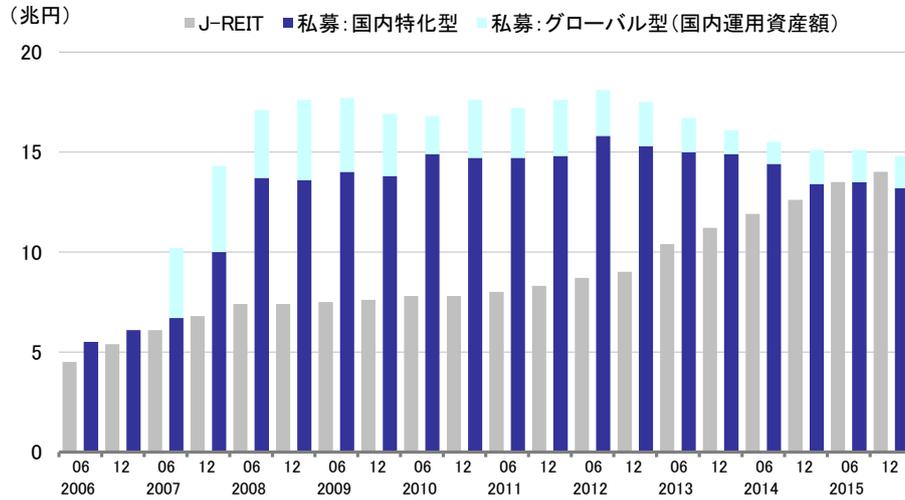
足元では物件取得が難しい状況（取得競争の激化、価格の上昇等）が続いており、同社の成長をけん引する受託資産残高の伸びやパフォーマンスへの影響を懸念する見方もあるが、将来を見据えた新規分野への取り組みが着々と進展していることから、同社の中期的な成長性に変調を来すものではないとみている。また、引き続き、潤沢なキャッシュポジションの使い道（不動産投資と株主還元のバランスなど）についてもフォローしていきたい。

■ 業界環境

（株）三井住友トラスト基礎研究所の調査によると、2016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31.1兆円となっている。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。J-REITの銘柄数も順調に増えており、2017年8月末では59銘柄となっている。一方、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、2016年6月末からは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、不動産投資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。また、東証REIT指数については、昨年後半から今年前半にかけて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、日銀の金利上昇を抑制する動きや米国の利上げに対する慎重な姿勢などにより底堅く推移していると言える。

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

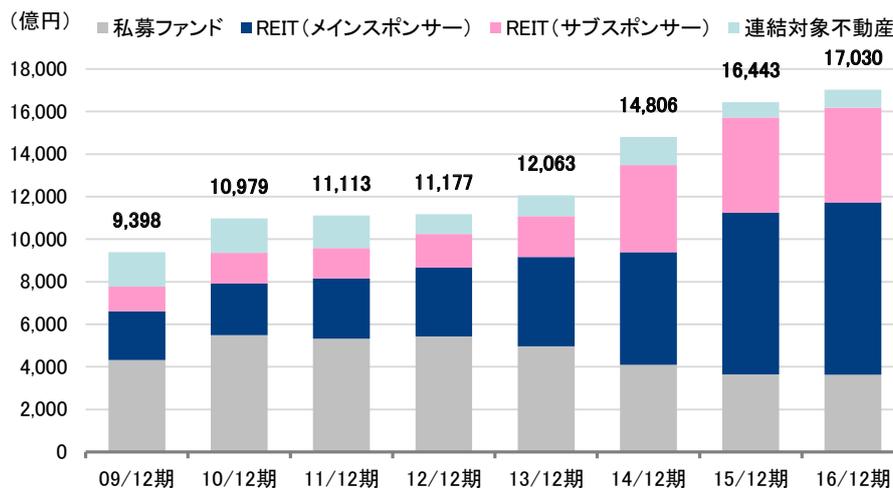
■ 過去の業績推移

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

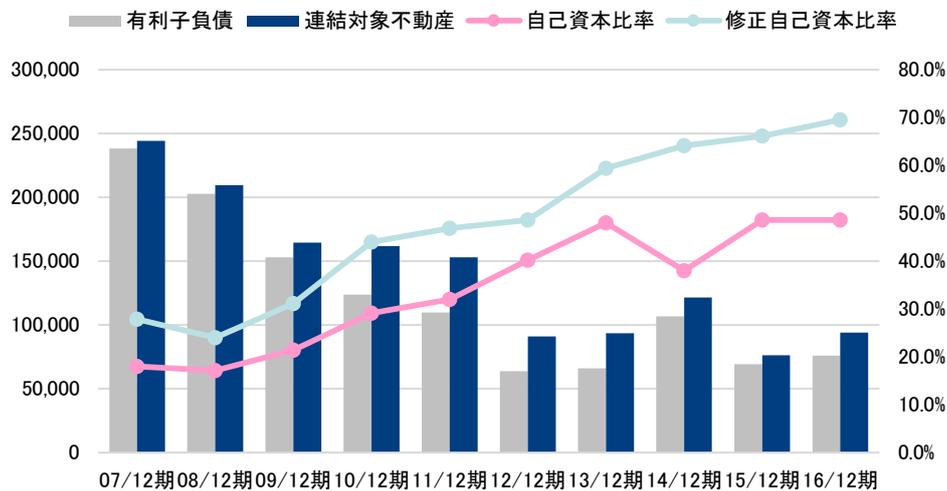


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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

前期に引き続き総還元性向 60% 水準を維持する見通し。 資本効率性を重視した資本政策への転換

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「不動産投資損益」に基づき、機動的に実施することを基本方針としている。「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反映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（総還元性向では約 31%）すると、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（総還元性向では約 59%）した。また、2017 年 12 月期も、既に自社株買い約 50 億円を実施しているが、配当も期初予想から 1 円増額修正し、前期比 2 円増配の 1 株当たり 6 円の配当を予定している（総還元性向 61% を予定）。

また、今後の資本政策の機動性確保のため、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た。それに伴い、新たに株主還元の原資が増えたことから今後の動向が注目される。

弊社では、受託資産の拡大により「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、「不動産投資損益」の状況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。

自社株買い及び配当額の推移

	15/12 期 実績	16/12 期 実績	17/12 期 予定*
自社株買い	20 億円	50 億円	50 億円
配当総額	10 億円	10 億円	14 億円
(1 株当たりの配当額)	4 円	4 円	6 円
総還元性向	31.0%	59.0%	61.0%

* 17 年 12 月期の自社株買い 50 億円については実施済

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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