

|| 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 >>>](#)

2018 年 3 月 6 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月期決算の概要 | 09 |
| 4. 2017年12月期における投資実績 | 12 |
| ■ 成長戦略 | 12 |
| 1. 前中期経営計画の振り返り | 13 |
| 2. 新中期経営計画の方向性 | 13 |
| 3. 長期ビジョン | 14 |
| ■ 業績見通し | 15 |
| ■ 業界環境 | 17 |
| ■ 過去の業績推移 | 18 |
| ■ 株主還元 | 20 |
| ■ 情報セキュリティ対策 | 20 |

要約

受託資産残高の拡大により前期業績も好調に推移。 前中期経営計画は定量・定性ともに大きな成果を残す

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5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2.0兆円を超える。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。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、「ベース利益」※40億円、ROE（3年平均）8%以上を目標に掲げてきた。

※ 同社の安定した収益力を示す指標。

その結果、最終年度である2017年12月期の業績は、営業収益が前期比15.8%増の26,349百万円、営業利益が同28.9%増の12,285百万円、経常利益が同7.7%増の11,455百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同3.6%増の10,516百万円と受託資産残高の拡大等に伴って好調に推移。「ベース利益」は67億円、ROEも3年間にわたって12%前後を維持し、中期経営計画を大幅に達成することができた。また、ブリッジやコアを始め、新たな成長分野への開発や海外案件など、顧客投資家との共同投資により、分散された投資エクスポージャーを構築したところは、今後の成長に向けても大きな成果を残すことができたと評価できる。

新たな中期経営計画は、前中期経営計画の方向性を継承し、「ケネディクスモデルの発展期」と位置付けられている。すなわち、同社の強みである投資案件の組成力と運用力を高め、顧客投資家層を拡大し、「ケネディクスモデル」を多方面に発展・深化させることで、同社の収益基盤を一層強化する。また、機動的な投資と健全な財務体質を維持しながら、資本の有効活用と株主還元の充実を図り、不動産アセットマネジメントのリーディングカンパニーとして企業価値の一層の向上を目指す方針である。定量計画として、ROE（3年平均）10%以上、総還元性向（3年平均）50%以上を掲げている。また、引き続き、2025年の長期ビジョンとして、受託資産残高4兆円、ROE15%を目指す。

ケネディクス | 2018年3月6日(火)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

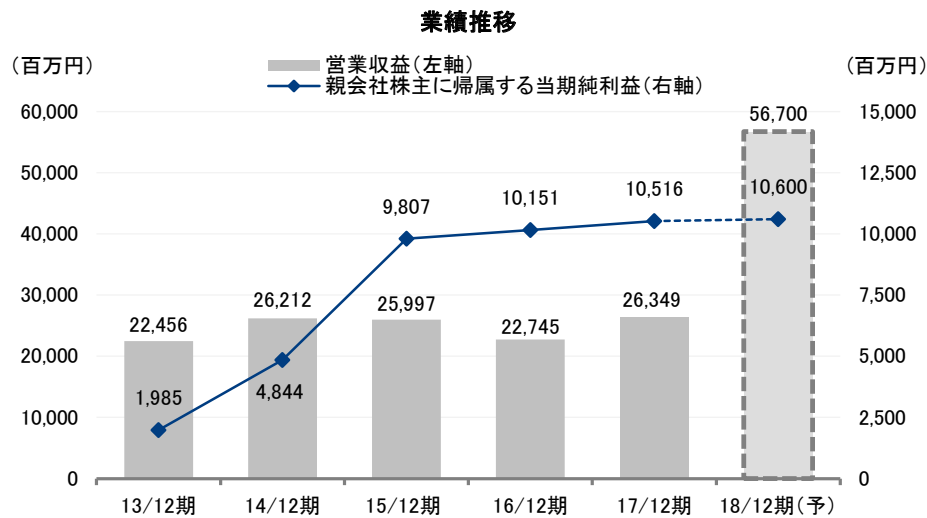
要約

2018年12月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比115.2%増の56,700百万円、営業利益を同0.1%増の12,300百万円、経常利益を同2.1%増の11,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同0.8%増の10,600百万円と引き続き増収増益を見込む。営業収益の伸びが大きいのは会計技術的な要因であるが、営業総利益が前期比18.2%増の19,193百万円と堅調に推移することや、総合的な収益力を示す最終利益（親会社株主に帰属する当期純利益）についても、法人税等の増加（税務上の繰越損失解消に伴うもの）が見込まれるなかで、しっかりと増益を確保するところは評価すべきだろう。

弊社では、「ケネディクスモデル」を確立してきた同社にとって、好調な外部環境（投資対象としての不動産への注目度の高まり等）を追い風としながら、持続的な成長を実現することは可能であると評価している。注目すべきは、「ケネディクスモデル」をさらに発展させるための具体的な施策とその成果にあると言える。独自のポジショニングやビジネスモデルを展開する同社ならではの価値創造に期待したい。

Key Points

- ・受託資産の拡大により、2017年12月期業績は好調に推移
- ・2015年から推進してきた中期経営計画も定量・定性ともに大きな成果を残す
- ・新たな中期経営計画は、前中期経営計画を継承し、「ケネディクスモデル」の更なる発展に取り組む
- ・また、2025年の長期ビジョンとして、引き続き、受託資産残高4兆円、ROE 15%を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

受託資産残高 2.0 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 2.0 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。

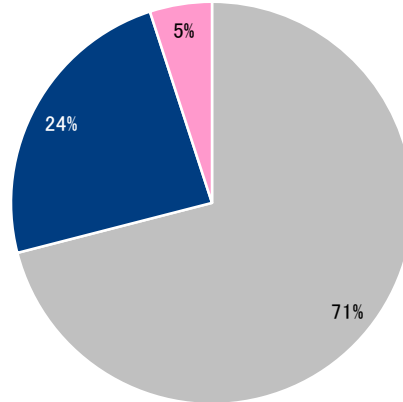
(1) アセットマネジメント事業

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 12 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 71%、私募ファンドが約 24% 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 17%、物流施設 14%、商業施設 14%、その他（太陽光発電所や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 76% を占めている。なお、REIT には上場している J-REIT の 5 銘柄と私募 REIT の 1 銘柄が含まれる。

会社概要

投資家別AUM

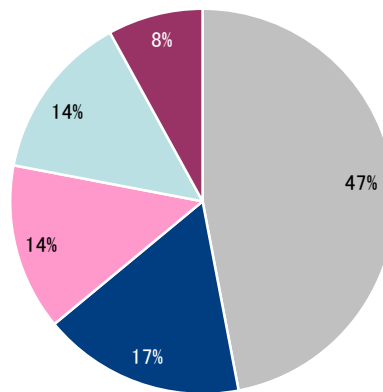
■ REIT(私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 連結対象不動産



出所：決算説明会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

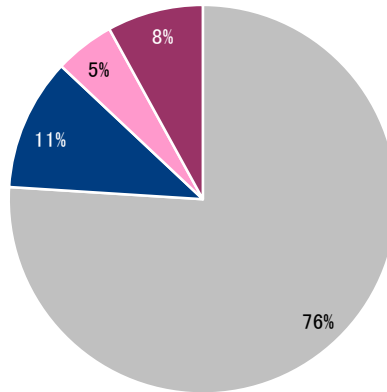


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

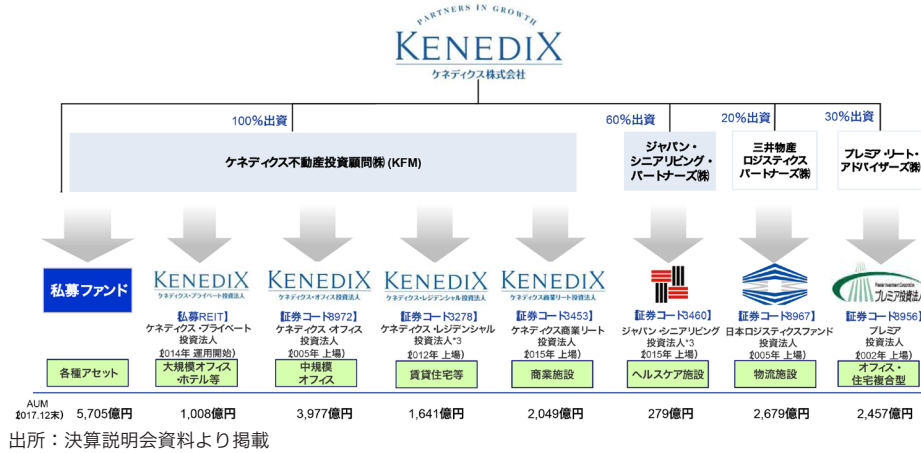
地域別AUM

■ 東京経済圏 ■ 関西圏 ■ 中部圏 ■ その他



出所：決算説明会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



(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すると、2016 年 6 月には AmanahRaya REIT（マレーシア REIT）へスポンサー参加している。

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 |
| 2016年 | AmanahRaya REIT（マレーシアREIT）ヘスポンサー参加 |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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。2.0兆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ころも同社の強みである。

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、野村総合研究所 <4307> 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 5 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

2017 年 12 月期は計画を上回る増収増益を達成。 受託資産残高も順調に拡大

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月期決算の概要

2017年12月期の業績は、営業収益が前期比15.8%増の26,349百万円、営業利益が同28.9%増の12,285百万円、経常利益が同7.7%増の11,455百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同3.6%増の10,516百万円と期初予想を上回る増収増益を達成した。また、受託資産残高も前期末比17.6%増の2兆33億円（前期末比3,003億円増）と順調に拡大している。

ケネディクス | 2018年3月6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」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※¹等によりわずかに減益となった。また、「不動産投資事業」が縮小しているのは、1) 一部フィー収入の振り替わり※²や、2) 海外案件を含めた複数案件の後ろ倒し（期ずれ）によるものであり、特に1) による影響を考慮すれば、「不動産投資事業」も好調に推移したと評価するのが妥当である。

※¹ 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）。

※² 「不動産投資事業」でのキャピタルゲインとして見込んでいた損益（約20億円）が、フィー収入として「アセットマネジメント事業」（その他フィー収入）に振り替わったもの。

なお、安定的な収益力を示す指標として重視する「ベース利益」が前期比123.3%増の67億円（計画は40億円）と大きく伸びた一方、不動産投資事業からの「不動産投資損益」が同43.7%減の49億円（計画は87億円）と計画を下回ったのは、前述のとおり、一部フィーの振り替わり等によるものであり、実態としてはおおむね計画どおりにバランスよく拡大していると評価することができる。

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、販管費を賄うことができ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、2兆33億円（前期末比17.6%増）と順調に拡大し、目標の1兆9,000億円をクリアした。そのうち、ベースAUMについても、REIT（メインスポンサー）や私募ファンドの伸びにより1兆3,732億円（同17.1%増）と大きく伸びている。REIT（メインスポンサー）については、KRR（商業施設等）※¹及びKPI（大型オフィス及びホテル等）※²が積極的な物件供給により大きく伸長した。また、これまでの縮小傾向にあった私募ファンドについても大きく底を打ち、増加に転じている。下期に大型案件の組成※³があったほか、インフラファンドや住宅、ホテルなどの開発ファンドなどが寄与している。

※¹ KRRは、ケネディクス商業リート投資法人の略。

※² KPIは、ケネディクス・プライベート投資法人の略。

※³ 横浜みなとみらい地区における三菱重工横浜ビル（新規コアファンドの組成）及びその隣接地（開発用地）への投資（開発ファンドの組成）によるもの。

財務面では、連結対象不動産の増加等により総資産が前期末比5.7%増の190,761百万円に拡大した一方、自己資本も積極的な株主還元（自己株式の取得や配当金の支払い）を実施ながらも同4.9%増の91,949百万円に増加したことから、自己資本比率は48.2%（前期末は48.6%）とほぼ横ばいで推移した。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5.9%増の80,500百万円に拡大している。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は高く評価できる。

ケネディクス | 2018年3月6日(火)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績動向

2017年12月期の損益の状況

(単位：百万円)

| | 16/12期 | | 17/12期 | | 増減 | | 17/12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 | 22,745 | | 26,349 | | 3,604 | 15.8% | 24,000 | 109.8% |
| 営業総利益 | 16,237 | 71.4% | 19,193 | 72.8% | 2,956 | 18.2% | 18,000 | 106.6% |
| 販管費 | 6,706 | 29.5% | 6,907 | 26.2% | 201 | 3.0% | 7,100 | 97.3% |
| 営業利益 | 9,530 | 41.9% | 12,285 | 46.6% | 2,755 | 28.9% | 10,900 | 112.7% |
| 営業外収益 | 2,296 | - | 1,080 | - | -1,216 | -53.0% | 800 | 135.0% |
| 営業外費用 | 1,192 | - | 1,911 | - | 719 | 60.3% | 1,000 | 191.1% |
| 経常利益 | 10,634 | 46.8% | 11,455 | 43.5% | 821 | 7.7% | 10,700 | 107.1% |
| 特別損益 | 4,590 | - | 1,185 | - | -3,405 | -74.2% | 3,100 | 38.2% |
| 税金等調整前当期純利益 | 15,224 | 66.9% | 12,640 | 48.0% | -2,584 | -17.0% | 13,800 | 91.6% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 10,151 | 44.6% | 10,516 | 39.9% | 365 | 3.6% | 10,500 | 100.2% |
| ベース利益 | 3,000 | | 6,700 | | 3,700 | 123.3% | 4,000 | 167.5% |
| 不動産投資損益 | 8,700 | | 4,900 | | -3,800 | -43.7% | 8,700 | 56.3% |

出所：決算短信、決算説明会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 | | 17/12期 通期予想 | 達成率 |
|----------------|--------|--------|-------|---------|----------------|--------|
| | 実績 | 実績 | | 増減率 | | |
| アセットマネジメント事業 | 7,615 | 11,350 | 3,735 | 49.0% | 8,850 | 128.2% |
| アキュジションフィー | 1,097 | 2,139 | 1,042 | 95.0% | 1,600 | 133.7% |
| アセットマネジメントフィー | 4,733 | 5,280 | 547 | 11.6% | 5,200 | 101.5% |
| インセンティブフィー | 1,082 | 1,284 | 202 | 18.7% | 1,250 | 102.7% |
| ディスポジションフィー | 613 | 393 | -220 | -35.9% | 350 | 112.3% |
| その他フィー収入 | 87 | 2,252 | 2,165 | 2488.5% | 450 | 500.4% |
| 不動産関連事業 | 1,863 | 1,784 | -79 | -4.2% | 1,850 | 96.4% |
| プロパティマネジメントフィー | 1,162 | 1,332 | 170 | 14.6% | 1,150 | 115.8% |
| マスターリース損益等 | 700 | 452 | -248 | -35.4% | 700 | 64.6% |
| 不動産投資事業 | 6,758 | 6,057 | -701 | -10.4% | 7,300 | 83.0% |
| 賃貸事業損益 | 2,166 | 2,063 | -103 | -4.8% | 2,400 | 86.0% |
| 不動産売却損益 | -0 | 112 | 112 | - | 100 | 112.0% |
| 匿名組合分配損益/その他 | 4,592 | 3,882 | -710 | -15.5% | 4,800 | 80.9% |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

4. 2017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332億円（前年は約340億円）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）、マレーシアでのオフィスビルの取得（約41.2億円）※1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401億円を回収しており、いわゆる「リサイクル投資」※2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。

※1 2018年1月にスポンサーサポートする「AmanahRaya REIT」へ売却済。

※2 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12月末の投資金額総額（投資エクスポージャー）679億円の内訳を見ても、ブリッジや開発などが比率を下げた（手離れした）一方、コアや海外案件が増えており、分散された投資エクスポージャーを構築している。

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12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% | 67 | 8% | -62 | -48.1% |
| コア | 49 | 6% | 96 | 11% | 47 | 95.9% |
| オポチュニスティック | 50 | 6% | 67 | 8% | 17 | 34.0% |
| 開発 | 218 | 28% | 113 | 13% | -105 | -48.2% |
| メザニン・債権 | 33 | 4% | 51 | 6% | 18 | 54.5% |
| 海外案件 | 72 | 9% | 127 | 15% | 55 | 76.4% |
| インフラ案件 | 25 | 3% | 9 | 1% | -16 | -64.0% |
| 長期保有等 | 32 | 4% | 39 | 5% | 7 | 21.9% |
| REIT投資証券 | 119 | 15% | 51 | 6% | -68 | -57.1% |
| 事業法人出資等 | 23 | 3% | 54 | 6% | 31 | 134.8% |
| 投資用現金 | 57 | 7% | 176 | 20% | 119 | 208.8% |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

成長戦略

前中計は定量・定性ともに大きな成果。 新中計では「ケネディクスモデル」の更なる発展を目指す

同社は、2015年に定めた長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」及び中期経営計画「Partners in Growth 2017」を推進してきた。中期経営計画については、2017年12月期をもって終了（目標達成）したことから、新たに3ヶ年の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」を公表した。

1. 前中期経営計画の振り返り

「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」に取り組んできた。具体的には 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、2) 共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、3) 財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求を基本方針として、最終年度である 2017 年 12 月期には、「ベース利益」40 億円、3 年平均 ROE 8.0% を目標としてきた。その結果、各基本方針ともに十分な成果を残すことができたほか、定量計画についても、2017 年 12 月期の「ベース利益」は 67 億円（特殊要因を除いても 45 億円程度を確保）、ROE も 3 年間にわたって常に 12% 前後の水準を維持しており、計画を大幅に達成することができた。

各基本方針における実績は以下のとおりである。

(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

受託資産残高は 3 年間で約 5,000 億円の純増を実現し、2017 年 12 月末残高は 2 兆 33 億円と大きく拡大した。特に、積極的な物件供給により REIT（メインスポンサー）が順調に成長したことや、コアファンドの組成等により私募ファンドが増加に転じたところは、今後に向けても評価できる。その結果、AM フィーや PM フィーなどの安定収益が着実に増加し、安定収益のみで全社販管費をカバーできる収益構造を実現した。

(2) 共同投資を中心とする不動産投資事業の推進

過去における含み損を有したレガシーアセットの処分を完了するとともに、自己資本の範囲内で投資利益と回収資金の回転により、受託資産を積み上げるための投資（将来的なファンド組成やファンドに供給するための投資）を積極的に行ってきた。特に、顧客投資家と共同投資を推進し、ブリッジやコアを始め、開発（ホテルや商業施設等）、インフラ（太陽光発電所等）、海外など、ポテンシャルの大きな分野を中心として、分散された投資エクスポージャーを構築してきた。

(3) 財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求

安定的な収益である「ベース利益」に基づいた継続的な配当と増配を実施する一方、自社株買いについては、外部環境の影響が大きい「不動産投資損益」に基づき、累計約 170 億円の取得を決定した。すなわち、財務の健全性を保ちながら、積極的な株主還元を実施し、資本効率性（ROE）も高い水準を維持することができたところは大いに評価できる。

2. 新中期経営計画の方向性

新たな中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」は、前中期経営計画の方向性を継承し、「ケネディクスモデルの確立」に続く第 2 段階として、「ケネディクスの発展期」と位置付けられている。すなわち、同社の強みである投資案件の組成力と運用力を高め、顧客投資家層を拡大し、ケネディクスモデルを多方面に発展・深化させることで、同社の収益基盤を一層強化する。また、機動的な投資と健全な財務体質を維持しながら、資本の有効活用と株主還元の充実を図り、不動産アセットマネジメントのリーディングカンパニーとして企業価値の一層の向上を目指す方針である。定量計画として、ROE（3 年平均）10% 以上、総還元性向（3 年平均）50% 以上を掲げている。

成長戦略

基本方針と重点施策は以下のとおりである。

(1) 不動産アセットマネジメントを中心とするビジネス領域の拡充

- a) 受託資産残高 (AUM) と安定収益の拡大につながる多様な投資機会の創出
- b) 国内外における顧客投資家層の拡大と投資家リレーションの深化
- c) 投資案件の組成力と運用力を向上させる運用体制の強化
- d) アセットマネジメントの付加価値を高める関連サービスの強化
- e) ビジネス領域の拡充に資する戦略的 M&A や事業提携の模索

(2) 機動的かつ戦略的な投資の推進

- a) 顧客投資家との共同投資の推進
- b) 当社グループ運用ファンドの成長につなげる機動的な投資の実行
- c) 海外や成長分野でのビジネス拡大に資する戦略的な投資の実行
- d) 分散と規律の保たれた投資ポートフォリオの維持とモニタリング体制の強化
- e) 財務の健全性と透明性の堅持

(3) 時代の変化を捉えた新たな成長分野の開拓

- a) アジア市場における事業の拡大
- b) 米国市場でのアウトバウンド投資ビジネスの推進
- c) ホテル、民泊、サービスアパート等の滞在型施設運営ビジネスの推進
- d) 「不動産×金融×テクノロジー」に焦点を当てた新ビジネスの立ち上げ

(4) 持続的成長と社会的責任の両立に向けた経営基盤の強化

- a) 組織と個人の生産性を高める社内インフラの進化
- b) ケネディクスモデルの礎となる多様な人材の確保・育成
- c) 社会の変化に応じた柔軟な働き方の追求
- d) ESG (環境、社会、ガバナンス) への取り組み推進

3. 長期ビジョン

同社は引き続き、2025年の長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」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12月末時点で7,309億円)、ROE 15%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。

成長戦略

弊社でも、景気循環や不動産市況等の影響をある程度受けながらも、「ケネディクスモデル」を確立してきた会社にとっては、好調な外部環境（投資対象としての不動産への注目度の高まり等）を追い風としながら、持続的な成長を実現することは可能であると評価している。注目すべきは、「ケネディクスモデル」をさらに発展させるための具体的な施策とその成果にある。その意味では、潤沢なキャッシュポジションを生かした戦略的 M&A や事業提携の方向性はもちろん、新たな成長分野への取り組み（アジア市場への展開、民泊やサービスアパートメントを含めた滞在型施設運営ビジネスの推進、不動産を対象とするクラウドファンディング等）など、社会の構造変化や技術革新をいかに自らの成長や「ケネディクスモデル」の発展に結び付けられるかがカギを握ると言えるだろう。また、それらが同社の成長性や収益性がどのような影響を及ぼすのかについても今後の動向を見守る必要がある。独自のポジショニングやビジネスモデルを展開する会社ならではの価値創造に期待したい。

業績見通し

2018年12月期も増収増益を見込む

新中期経営計画の初年度となる2018年12月期の業績予想について同社は、営業収益を前期比115.2%増の56,700百万円、営業利益を同0.1%増の12,300百万円、経常利益を同2.1%増の11,700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同0.8%増の10,600百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

営業収益の伸びが大きいのは会計技術的な要因^{※1}が影響していることに注意する必要があるものの、同社本来の業績の伸びを示す営業総利益が前期比1.1%増の19,40百万円と堅調に推移することや、総合的な収益力を示す最終利益（親会社株主に帰属する当期純利益）も法人税等が増加する（通常水準に戻る）なか^{※2}で、しっかりと増益を確保するところは評価すべきだろう。

^{※1} 投資案件の計上区分の変更に伴い、売却損益を営業収益（グロス）に計上する物件が増加することによる。この背景には、これまで有形固定資産として計上していた物件を棚卸資産に振り替えた（投資目的に即した区分に見直した）ことがある。有形固定資産からの売却は、売却損益を特別損益（ネット）に計上するが、棚卸資産からの売却の場合は、売却高を営業収益（グロス）として計上するためであり、最終利益にはどちらで処理しても影響はない。

^{※2} 税務上の繰越損失の解消によるもの。

事業別の営業総利益では、「アセットマネジメント事業」が、前期の特殊要因（不動産売却損益として見込んでいたものがフィーとして計上）の反動により減益となるものの、その影響を除けば、受託資産残高の伸びに伴って堅調に推移する見通しである。また、「不動産関連事業」は民泊による上乗せを見込む一方、「不動産投資事業」も不動産売却損益により増益を確保する想定となっている。

また、「ベース利益」は、前述した特殊要因の反動により前期比16.4%減の56億円に縮小する一方、その分、「不動産投資損益」が同75.5%増の86億円と拡大する見通しであり、実態としては両方ともに過去からのトレンドに従ってバランスよく伸びる想定と言える。

ケネディクス | 2018年3月6日(火)
 4321 東証1部 | http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

業績見通し

2018年12月期業績予想

(単位：百万円)

| | 17/12期 | | 18/12期 | | 増減 | |
|---------------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| | 実績 | 構成比 | 予想 | 構成比 | 増減 | 増減率 |
| 営業収益 | 26,349 | | 56,700 | | 30,351 | 115.2% |
| 営業総利益 | 19,193 | 72.8% | 19,400 | 34.2% | 207 | 1.1% |
| 販管費 | 6,907 | 26.2% | 7,100 | 12.5% | 193 | 2.8% |
| 営業利益 | 12,285 | 46.6% | 12,300 | 21.7% | 15 | 0.1% |
| 営業外収益 | 1,080 | - | 500 | - | -580 | -53.7% |
| 営業外費用 | 1,911 | - | 1,100 | - | -811 | -42.4% |
| 経常利益 | 11,455 | 43.5% | 11,700 | 20.6% | 245 | 2.1% |
| 特別損益 | 1,185 | - | 2,700 | - | 1,515 | 127.8% |
| 税金等調整前当期純利益 | 12,640 | 48.0% | 14,400 | 25.4% | 1,760 | 13.9% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 10,516 | 39.9% | 10,600 | 18.7% | 84 | 0.8% |
| ベース利益 | 6,700 | | 5,600 | | -1,100 | -16.4% |
| 不動産投資損益 | 4,900 | | 8,600 | | 3,700 | 75.5% |

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2018年12月期営業総利益予想の内訳

(単位：百万円)

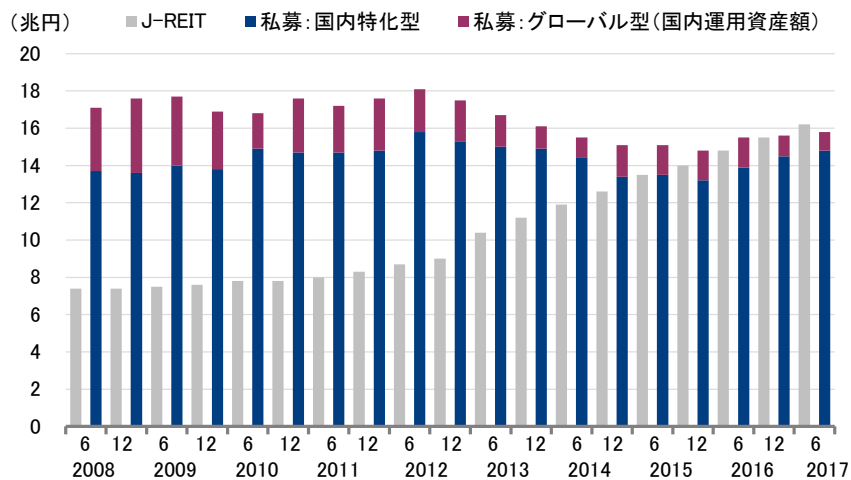
| | 17/12期 実績 | 18/12期 予想 | 増減 | |
|----------------|--------------|--------------|--------|--------|
| | | | 増減 | 増減率 |
| アセットマネジメント事業 | 11,350 | 10,200 | -1,150 | -10.1% |
| アキュジションフィー | 2,139 | 2,750 | 611 | 28.6% |
| アセットマネジメントフィー | 5,280 | 5,800 | 520 | 9.8% |
| インセンティブフィー | 1,284 | 200 | -1,084 | -84.4% |
| ディスポジションフィー | 393 | 400 | 7 | 1.8% |
| その他フィー収入 | 2,252 | 1,050 | -1,202 | -53.4% |
| 不動産関連事業 | 1,784 | 2,100 | 316 | 17.7% |
| プロパティマネジメントフィー | 1,332 | 1,300 | -32 | -2.4% |
| マスターリース損益等 | 452 | 800 | 348 | 77.0% |
| 不動産投資事業 | 6,057 | 7,100 | 1,043 | 17.2% |
| 賃貸事業損益 | 2,063 | 1,450 | -613 | -29.7% |
| 不動産売却損益 | 112 | 3,100 | 2,988 | - |
| 匿名組合分配損益等/その他 | 3,882 | 2,550 | -1,332 | -34.3% |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 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、2017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32.0兆円(前年末比2,200億円増)と若干増加した。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12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。もっとも、足元では、都内を中心に物件取得が困難な状況が続いているほか、銀行借入による調達環境も少しずつ変調している可能性にも注意する必要がある。また、東証REIT指数については、2017年10月頃までの動きを見ると、長期金利の上昇や一時的な需給バランスの崩れ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海外投資家からの積極的な買いなどにより年後半は持ち直し、堅調に推移していると言える。

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

業界環境

東証REIT指数とTOPIX、10年国債利回りの推移



出所：決算説明会資料より掲載

過去の業績推移

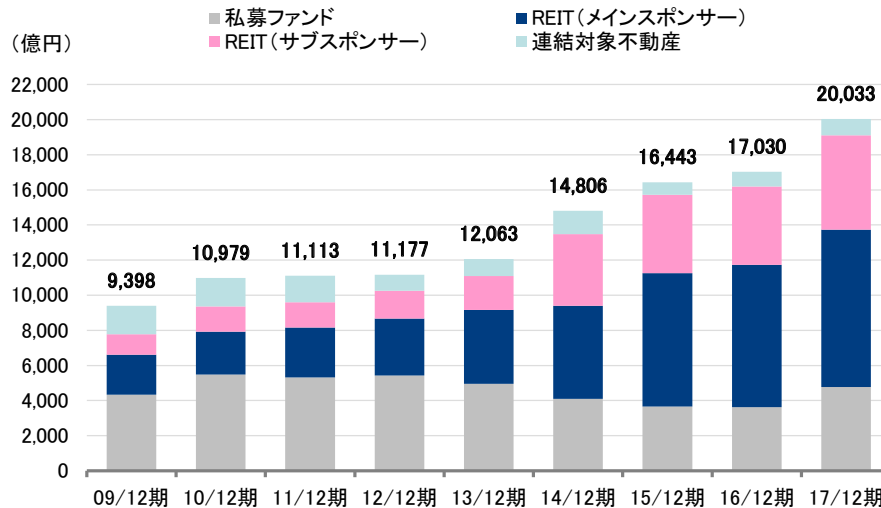
2013年以降、好調な不動産市況を背景として、 受託資産残高の積み上げにより業績は順調に拡大

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支えてきた。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、2017年12月期には約59%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。

過去の業績推移

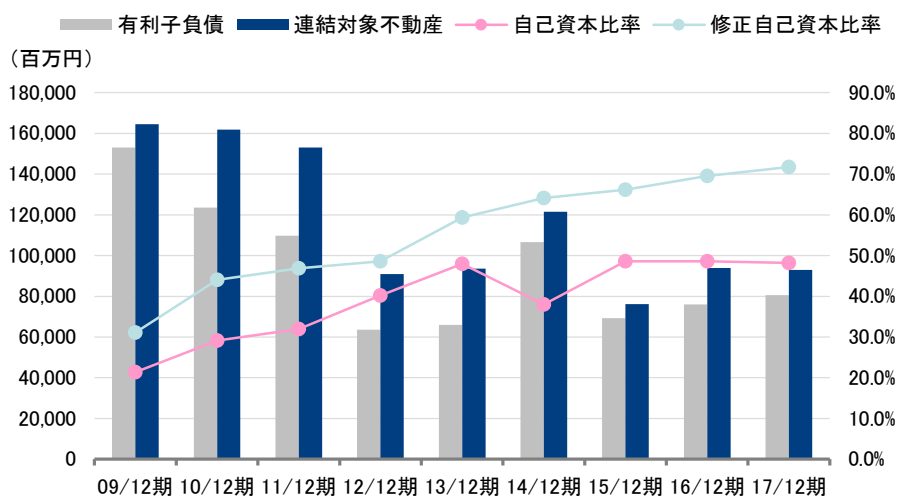
受託資産残高(AUM)の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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

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

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

過去の業績推移

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

新中期経営計画では総還元性向（3年平均）50%以上を目標に掲げる

同社は、今後の株主還元策について、引き続き、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。また、新中期経営計画では、総還元性向（3年平均）50%以上を目標に掲げている。

2017 年 12 月期は、前期比 2 円増配の 1 株当たり 6 円の配当（配当性向 13.7%）に加えて、自社株買い約 50 億円を実施した（総還元性向では約 61%）。また、新中期経営計画の初年度となる 2018 年 12 月期についても、自社株買い約 50 億円を実施しており、現時点で前期比 1 円増配の 1 株当たり 7 円の配当（配当性向 15.5%）を予定している。

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、「不動産投資損益」の状況や株価の動向に左右される可能性があるものの、同社の収益力や株主利益を重視するスタンスから判断して、実現性は十分にあるとみている。

■ 情報セキュリティ対策

同社では情報セキュリティ対策として、情報システムの堅牢性を確かめるため、第三者機関による診断を定期的に実施する等、リスクに対する体制を整備している。

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