

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 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 >>>](#)

2020 年 9 月 29 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
1. 中期経営計画	01
2. 2020 年 12 月期上期の業績	01
3. 2020 年 12 月期の業績予想	02
4. 今後の成長戦略	02
■ 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. 2020 年 12 月期上期業績の概要	09
4. 2020 年 12 月期上期における投資実績	11
5. その他の活動実績	12
■ 業績見通し	14
■ 成長戦略	14
1. 長期ビジョン	15
2. 中期経営計画	15
■ 過去の業績推移	17
■ ESG への取り組み	19
■ 株主還元	19

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

要約

2020 年 12 月期上期はコロナ禍に伴う一過性要因により、不動産売却益の獲得に大幅な遅れ。一方、AUM の成長とともにアセットマネジメントフィーは順調に伸長。将来を見据えた「デジタル証券」の発行などでも一定の成果

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。メインスポンサー J-REIT の 3 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（以下、AUM）は約 2.5 兆円に上る。国内外の機関投資家や年金基金など幅広い投資家層を顧客基盤に持つ。堅調な不動産市況に加えて、同社が目指してきた「ケネディクスモデル」※が本格稼働フェーズに入ってきたことから、ここ数年の業績は順調に拡大基調にある。足元業績は、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）による一過性の影響を受けているものの、アセットマネジメントフィーを中心とした安定収益は順調に伸びているほか、ブロックチェーンを活用した「不動産セキュリティ・トークン」など、将来を見据えた新規分野にも積極的に取り組んでいる。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についても着実に立ち上がってきた。

※ 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収益モデル。

1. 中期経営計画

同社は、2015 年に定めた長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」のもと、2018 年 12 月期から 3 ケ年の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」をスタートし、「ケネディクスモデル」の更なる発展を推進している。長期ビジョン策定時には想定していなかったコロナ禍の影響を一部を受けているものの、あくまでも一過性及び限定的なものと認識しており、今後の方向性に見直しはない。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していく。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実現を図り、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。

2. 2020 年 12 月期上期の業績

2020 年 12 月期上期の業績は、営業収益が前年同期比 55.0% 減の 15,407 百万円、営業利益が同 22.7% 減の 5,355 百万円、経常利益が同 17.2% 減の 5,993 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 15.8% 減の 4,177 百万円と低調に推移した。コロナ禍に伴う活動制限が不動産取引の一時的な停滞を招き、不動産売却益の獲得が大きく出遅れた。一方、AUM の拡大とともにアセットマネジメントフィーを中心とした安定収益は順調に伸びている。また、不動産売却益獲得の遅れについても、単にタイミングの問題であり、保有物件の価格的下げ圧力は受けていないことから、挽回可能な状況であるとの見方ができる。

ケネディクス
4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)
http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

要約

3. 2020 年 12 月期の業績予想

2020 年 12 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、営業総利益を前期比 1.8% 増の 23,800 百万円、営業利益を同 0.4% 増の 16,000 百万円、経常利益を同 3.5% 増の 16,400 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 7.7% 増の 11,500 百万円とすべての段階利益で増益を見込んでいる。上期までの業績に進捗の遅れがあったものの、「アセットマネジメント事業」が安定推移していることに加え、「不動産投資事業」についても、不動産取引の活動再開に伴う物件売却やファンド組成により、上期の出遅れ分をカバーする想定となっている。

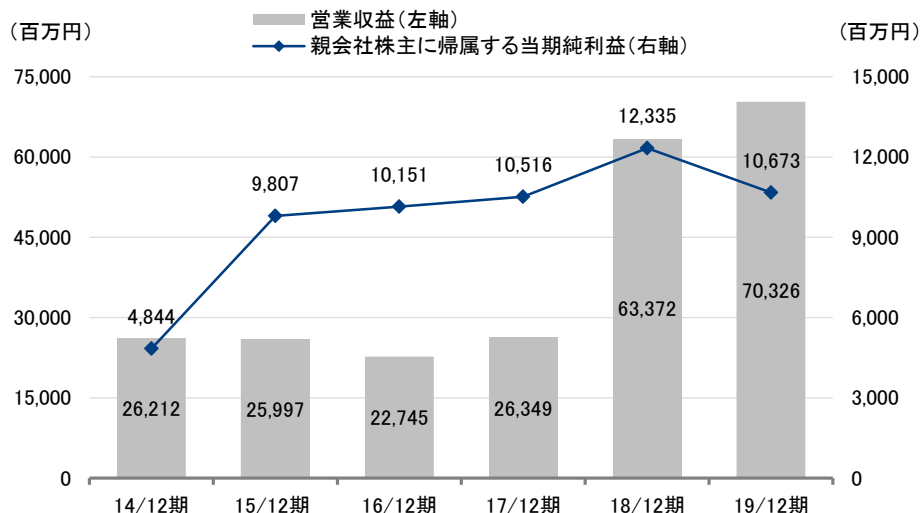
4. 今後の成長戦略

同社の中長期的な成長戦略は、これまでの「メインスポンサー REIT」と「私募ファンド」に加えて、新たな成長軸である「不動産セキュリティ・トークン」を 3 本目の柱に育てることにより、投資対象及び投資家層の拡大を図りながら AUM の成長を目指すものである。弊社でも、「ケネディクスモデル」を確立してきた同社にとって、外部環境（世界的な低金利を背景とした不動産投資ニーズの継続等）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おり、コロナ禍に伴う環境変化（ニューノーマル）についても、大きなリスク要因としては捉えていない。最大の課題は、2025 年末の AUM4 兆円達成に向けていかに拡大ペースの維持・加速を図っていくのかにあるだろう。「不動産セキュリティ・トークン」や「アウトバウンドファンド」（海外展開）などの新たな成長軸が、今後どのように業績に寄与してくるのかについても注目したい。

Key Points

- ・ 2020 年 12 月期上期はコロナ禍に伴う一過性要因により、不動産売却益の獲得に大幅な遅れ
- ・ 一方、AUM の拡大とともにアセットマネジメントフィーを中心とした安定収益は順調に伸長
- ・ 2020 年 12 月期の通期予想を据え置き、下期での巻き返しにより高い業績水準を確保する見通し
- ・ 今後は、「メインスポンサー REIT」と「私募ファンド」に加えて、「不動産セキュリティ・トークン」を 3 本目の柱に育成し、AUM の成長と投資家層の拡大を目指す

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

**国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社。
AUM は約 2.5 兆円に上る。「不動産セキュリティ・トークン」など
新規分野にも取り組む**

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、AUM は約 2.5 兆円に上る。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。2019 年 1 月には主に個人投資家を対象とした不動産クラウドファンディング事業に参入すると、ブロックチェーンを活用した新規分野として「不動産セキュリティ・トークン」の立ち上げにも取り組んでおり、REIT、私募ファンドに続く事業の柱（プラットフォーム）へと育成する方針である。

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、不動産管理などの手数料収入による「不動産関連事業」、アセットマネジメント事業の成長のために、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。

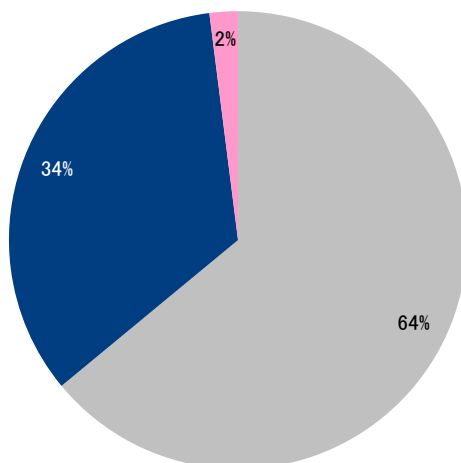
(1) アセットマネジメント事業

REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、AUM に対しておおむね 0.4% 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。2020 年 6 月末現在、AUM のうち、REIT（私募 REIT を含む）が 64%、私募ファンドが 34% を占める（残り 2% は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル 44%、賃貸住宅 17%、物流施設 14%、商業施設 12%、その他（ホテルやヘルスケア施設、認可保育園など）13% と分散されている。地域別では、東京経済圏が 73% を占めており、関西圏が 13%、中部圏が 4% と続く。

会社概要

投資家別AUM

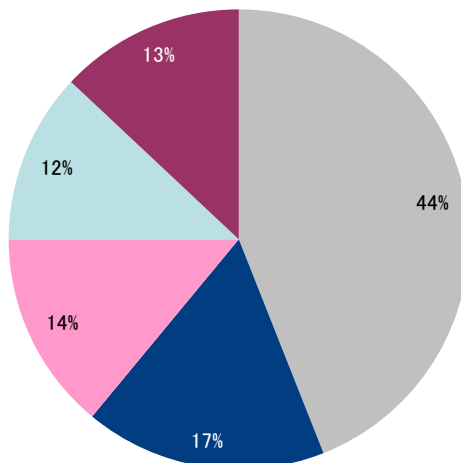
■ REIT (私募REITを含む) ■ 私募ファンド ■ 連結対象不動産



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

ケネディクス

4321 東証 1 部

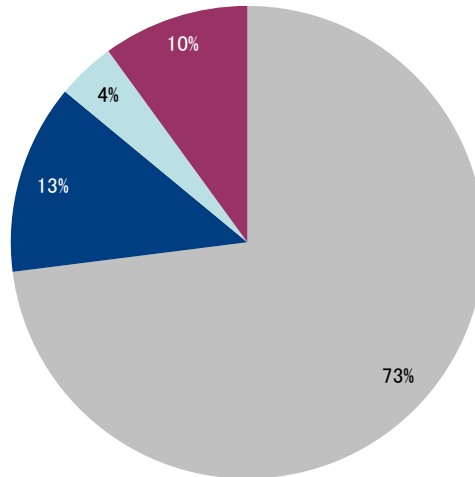
2020 年 9 月 29 日 (火)

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

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

(2020年6月30日現在)



出所：決算説明会資料より掲載

(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。

※ サービスオフィスとは、オフィス機能のほか、ロビーラウンジや会議室などの施設も備えた賃貸オフィスのこと。また、サービスアパートメントは、2 週間から滞在可能な家具付きのアパートメントのことである。

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への一時的な投資（ブリッジ）のほか、ファンドの顧客投資家と会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（AUM）の成長を目的とするものである。同社は自己資本（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。

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、不動産証券化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 AUM は、2010 年に 1 兆円、2017 年には 2 兆円を突破し、順調に拡大してきた。

その間、2012 年にケネディクス・レジデンシャル投資法人（住宅）が上場。2015 年にはケネディクス商業リート投資法人 <3453>（商業施設）、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 を上場させた。

※ ジャパン・シニアリビング投資法人については、2018 年 3 月 1 日付でケネディクス・レジデンシャル投資法人に吸収合併（それに伴い、ケネディクス・レジデンシャル投資法人はケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人 <3278> に名称変更）。

2015 年には、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 年には Amanah Raya REIT（マレーシア REIT）にもスポンサー参加している。2019 年には野村総合研究所 <4307> との協業により不動産クラウドファンディング事業に参入したほか、フィンテックを利用した新たなビジネスを立ち上げるため、専門部署である「デジタル・セキュリティゼーション推進室」を設立しており、不動産投資市場の未来像を展望した活動にも意欲的に取り組んでいる。

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・アセットマネジメント受託
2010年	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アセットマネジメント業務等受託
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
2017年	AUM が 2 兆円を突破
2018年	ケネディクス・レジデンシャル投資法人がジャパン・シニアリビング投資法人与合併し、 ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人に名称変更 ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社を設立
2019年	ビットリアルティ株式会社が営業開始

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 企業特長

(1) AUM の積み上げを実現する仕組み

同社のビジネスモデルの特徴は、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、AUM 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 AUM 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。約 2.5 兆円に上る AUM 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 AUM 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 AUM の拡大につながっているところも同社の強みである。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

会社概要

特に、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にも、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。2019 年 1 月には、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へ参入すると、新たな不動産証券化の手法として、ブロックチェーンを活用した「不動産セキュリティ・トークン」の立ち上げにも取り組んでいる。

(2) 豊富なラインアップ

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、AUM 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なども手掛けており、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 3 つのメインスポンサー REIT と 1 つの私募 REIT を運用しており、同社のメインビジネスになっている。

業績動向

**2020 年 12 月期上期はコロナ禍に伴う一過性要因により、不動産売却益の獲得に大幅な遅れ。
一方、AUM の成長とともに安定収益は順調に伸長**

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、保有物件を運用する REIT・ファンド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「親会社株主に帰属する当期純利益」の動きも重要であることは言うまでもない。

業績動向

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、同社の親会社株主に帰属する当期純利益は、「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 AUM に連動して着実に積み上がる一方、「不動産投資損益」は単体株主資本（約 900 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、AUM 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
アキュイジションフィー (取得報酬)	- 不動産投資家のニーズに合わせ投資案件を発掘し、投資家が出資し組成したファンドで不動産等の取得を行う - 不動産等の取得の際、取得額に対し一定料率を掛けて算出されるフィーを受領する
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
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

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. 2020 年 12 月期上期業績の概要

2020 年 12 月期上期の業績は、営業収益が前年同期比 55.0% 減の 15,407 百万円、営業利益が同 22.7% 減の 5,355 百万円、経常利益が同 17.2% 減の 5,993 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 15.8% 減の 4,177 百万円と低調に推移した。コロナ禍に伴う活動制限が不動産取引の一時的な停滞を招いたことが響いた。一方、2020 年 12 月期第 2 四半期末の AUM については、好調な私募ファンドを軸に 2 兆 4,931 億円（前期末比 1,009 億円増）と着実に積み上げている。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

業績動向

営業総利益については、AUM の成長とともにアセットマネジメントフィーが伸びたものの、コロナ禍に伴う不動産取引の一時的な停滞（ファンド組成の遅れを含む）により不動産売却益の獲得が大きく出遅れた。また、マスターリース損益等（ホテル及びサービスアパートメントの運用）についても、コロナ禍や東京オリンピック・パラリンピック延期に伴う稼働率の低下等により大きく下振れている。

損益状況の全体を俯瞰してみると、重視する利益指標である「安定収益」は前年同期比 5.3% 増の 4,667 百万円と順調に伸びた一方、「ベース利益」はマスターリース損益等の悪化により同 5.8% 減の 2,556 百万円に減少。また、「不動産投資損益」は、不動産取引の一時的な停滞により同 28.5% 減の 3,225 百万円と大きく出遅れている。

AUM については、前述のとおり、前期末比 1,009 億円増の 2 兆 4,931 億円（同 4.2% 増）と着実に積み上げた。そのうち、ベース AUM についても、私募ファンドやメインスポンサー REIT の伸びにより同 1,122 億円増の 1 兆 8,893 億円（同 6.3% 増）に増加した。特に、私募ファンドの伸びが著しいのは、国内外の投資家からの旺盛な投資需要により、引き続きコアファンドが好調であったほか、コロナ禍においてオポファンドの受託が増えてきたことが要因である。

財務面では、手許資金の確保に加え、不動産売却のタイミングの遅れ等を反映して、総資産は前期末比 2.8% 増の 1,767 億円に増加。一方、自己資本については同 0.3% 増の 983 億円と微増にとどまったことから、自己資本比率は 55.6%（前期末は 57.0%）と若干低下したが、キャッシュポジションを含めて財務基盤の安全性に懸念はない。

2020 年 12 月期上期の損益の状況

(単位：百万円)

	19/12 期上期	20/12 期上期	増減		20/12 期 通期予想	進捗率
	実績	実績		増減率		
営業収益	34,217	15,407	-18,810	-55.0%	-	-
営業総利益	10,254	8,841	-1,413	-13.8%	23,800	37.1%
販管費	3,330	3,485	155	4.7%	7,800	44.7%
営業利益	6,923	5,355	-1,568	-22.7%	16,000	33.5%
営業外収益	934	1,106	171	18.3%	1,400	79.0%
営業外費用	620	467	-153	-24.7%	1,000	46.7%
経常利益	7,237	5,993	-1,243	-17.2%	16,400	36.5%
特別損益	370	126	-243	-65.8%	700	18.1%
税金等調整前四半期純利益	7,608	6,120	-1,487	-19.6%	17,100	35.8%
親会社株主に帰属する四半期純利益	4,963	4,177	-785	-15.8%	11,500	36.3%
安定収益	4,433	4,667	234	5.3%	10,300	45.3%
ベース利益	2,715	2,556	-158	-5.8%	6,500	39.3%
不動産投資損益	4,511	3,225	-1,285	-28.5%	9,600	33.6%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

業績動向

2020 年 12 月期上期の営業総利益の内訳

(単位：百万円)

	19/12 期上期 実績	20/12 期上期 実績	増減	20/12 期 通期予想	進捗率
アセットマネジメント事業	4,698	4,991	292	11,100	45.0%
アセットマネジメントフィー	3,243	3,681	437	7,400	49.8%
アキュジションフィー	947	863	-83	2,300	37.5%
インセンティブフィー	60	150	89	300	50.0%
ディスポジションフィー	54	110	55	300	36.8%
その他フィー収入	392	185	-206	800	23.2%
不動産関連事業	1,189	986	-203	2,900	34.0%
プロパティマネジメントフィー	996	1,012	16	1,900	53.3%
マスターリース損益等	193	-26	-219	1,000	-
不動産投資事業	4,365	2,863	-1,502	9,800	29.2%
賃貸事業損益	1,273	1,049	-223	1,200	87.5%
不動産売却損益	2,086	368	-1,717	4,900	7.5%
匿名組合分配損益/その他	1,005	1,444	439	3,700	39.1%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

4. 2020 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（エクイティ）投資については、コロナ禍に伴う活動制限や不動産取引の一時的な停滞により、新規投資は約 97 億円（前年同期は約 126 億円）にとどまった。住宅を対象としたブリッジファンド（コア）を中心に積み上げたほか、オフィスなどを対象としたオポチュニスティックにも注力した。一方、投資元本の回収についても、ブリッジファンドやオポチュニスティックを中心に約 130 億円（前年同期は約 141 億円）にとどまったが、2020 年 12 月期上期においては回収超過の状況となっている。その結果、2020 年 6 月末の投資金額総額（投資エクスポージャー）は 689 億円（前期末 722 億円）と若干減少したものの、引き続き分散されたバランスの良いポートフォリオを維持している。なお、2020 年 12 月期下期については、本格的な活動再開とともに、積極的に新規投資へ資金を振り向ける計画のようだ。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

業績動向

5. その他の活動実績

(1) メインスポンサー REIT の取り組み

同社の成長を支える柱の 1 つである「ベース AUM」は、前述のとおり、前期末比 1,122 億円増の 1 兆 8,893 億円と順調に伸びている。そのうち KDO ※¹ は、同社との協働により、希少性の高い都心・築浅物件を取得する一方、築年数が相応に経過した物件の売却等により資産入替を実施した。KDR ※² については、中心となる賃貸住宅の稼働率は安定的に推移、賃料も増加基調が継続しており、コロナ禍においても安定稼働している。また、KRR ※³ についても、重点投資分野である「生活密着型商業施設」は底堅く推移しており、コロナ禍においても安定的な需要が見込まれるラストマイル型配送センター ※⁴ や食品スーパーなどへ厳選投資を実施している。私募 REIT の KPI ※⁵ については、コロナ禍がホテルの稼働率に影響を及ぼしているものの、長期リース契約とブランド力の向上（ホテルのテナント及びオペレーターの変更等）により収益安定化を図っている。

※¹ ケネディクス・オフィス投資法人の略。東京経済圏を中心とする中規模オフィスビルの最大級 REIT である。2020 年 6 月末の AUM は 4,448 億円（前期末比 192 億円増）。

※² ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人の略。「人が居住・滞在する空間」への幅広い投資を行う住居系 REIT である。2020 年 6 月末の AUM は 2,489 億円（前期末比 138 億円増）。2022 年までに資産規模 3,000 億円を目指す方針である。

※³ ケネディクス商業リート投資法人の略。物流施設への投資で新たなステージを迎える生活密着型商業 REIT である。2020 年 6 月末の AUM は 2,277 億円（前期末比 27 億円増）。

※⁴ 最終消費者に商品等を届けるための物流施設。

※⁵ ケネディクス・プライベート投資法人の略。大規模オフィスビルを中心にホテル・商業施設等へ投資する私募 REIT である。2020 年 6 月末の AUM は 1,224 億円（前期末比横ばい）。

(2) 私募ファンド（コア）の動向

同社成長のもう 1 つの柱である私募ファンドの AUM についても、国内外の大手機関投資家の強い投資ニーズに支えられ、コアファンドを中心に高成長を実現。コロナ禍においてオポファンドの受託も増えている。2020 年 6 月末の AUM は前期末比 764 億円増の 8,453 億円と順調に拡大した。

(3) 不動産クラウドファンディング事業の進捗

野村総合研究所との協業により、新たなプラットフォームとして 2019 年 12 月期に立ち上げた「不動産クラウドファンディング事業」についても、個人投資家を中心とした底堅い投資ニーズにより着々と実績を積み上げている ※¹。特に、緊急事態宣言解除後初となる「KURAMAE214」 ※² については、募集開始後 3 分で満額申し込みを、約 6 分で募集上限額となる 1.8 億円の申し込みを達成した。本事業については、個人投資家に対してクラウドファンディングによる様々な投資機会を提供することにより、手数料ビジネスの強化を図っていくところ狙いがある。ファンド組成における様々なサポートや質の高いアセットマネジメントの提供により他社との差別化を図る戦略であり、早期に登録会員数 1 万人を目指す。

※¹ これまでの実績として、ホテル・賃貸住宅・保育施設など複数のアセットクラスを対象に 9 ファンド（総額約 18 億円）を組成し、募集を完了している。

※² 東京都台東区蔵前所在の単身者向け新築マンションの不動産担保ローンに投資対象としたファンド。想定利回り 3.2%（年換算）。予定運用期間は 4 ヶ月。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

業績動向

(4) デジタル・セキュリタイゼーションに向けた動き

不動産投資市場の未来像を展望し、ブロックチェーンなどのフィンテックを利用した新たなビジネスを立ち上げるため、2019 年 12 月期には専門部署である「デジタル・セキュリタイゼーション推進室」を設立。不動産投資市場に流動性や簡便性を付与し、個人投資家層の拡大を図るため、セキュリティ・トークン※を活用した不動産プラットフォームビジネスの確立に向けて準備を進めている。

※ ブロックチェーンと呼ばれる分散型台帳技術を利用して、不動産等の取引可能な資産の所有権を電子的に記録したデジタル証券である。2020 年 5 月の金融商品取引法の改正により法的な位置付けが明確化され、不動産証券化への応用が期待されている。特に、セキュリティ・トークンにより、1) 異なる特性を有する不動産証券化投資商品の提供、2) セカンダリーでの売買を通じて、不動産売買の流動性に関する課題を解決、3) オンライン情報開示を通じたタイムリーかつ柔軟なデータ提供などが可能となる。

2020 年 7 月には、「不動産セキュリティ・トークン」の商品開発に向けた新たな取り組みの 1 つとして、ブロックチェーン基盤を運営する (株)BOOSTRY 及び三井住友信託銀行との協業により、不動産証券化ストラクチャーにブロックチェーンを活用した「デジタル証券」を発行した。スマートフォン上のアプリケーションを経由して投資家への販売が行われるほか、投資家間の売買 (セカンダリー取引) も簡単にできる仕組みとなっている。本件により得られた知見や課題を踏まえ、「不動産セキュリティ・トークン」を活用した不動産プラットフォームの早期確立を目指していく方針である。

「デジタル証券」に係るスマートフォン (アプリ) 上の表示例とその特長

ブロックチェーン活用による証券化第1弾

New



- 不動産証券化では一般的な特定目的会社の優先出資をデジタル化^{*1}
- アプリを経由した優先出資の電子的な募集及び申込
- 証券の券面の現実的な交付なく、法的に有効な権利移転を実行可能
- ブロックチェーン上の証券の保有状況をアプリ上で表示

※金融商品取引業等に関する内閣府令第1条第4項第17号に規定される電子記録移転有価証券表示権利等に該当するものではない。

出所：決算説明会資料より掲載

(5) アフターコロナを見据えた新しい働き方

アフターコロナを見据えた新しい働き方にも取り組んでいる。本社スペースについては、より流動的な利用の促進とコミュニケーションが取りやすい環境を整備するとともに、公共交通のハブエリアへのサテライトオフィスの新設や在宅勤務の活用により一人ひとりに適した多様な働き方の選択肢を提供。また、ワーケーション※の活用に向け、リトリート施設「PerkUP 軽井沢」の運用も開始した。

※「Work (仕事)」と「Vacation (休暇)」を組み合わせた造語。リゾート地や地方など、普段の職場とは異なる場所で働きながら休暇を過ごす仕組みのことである。

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

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

ケネディクス
4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

業績見通し

2020 年 12 月期の通期予想を据え置き。 下期での巻き返しにより高い業績水準を継続する見通し

2020 年 12 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、営業総利益を前期比 1.8% 増の 23,800 百万円、営業利益を同 0.4% 増の 16,000 百万円、経常利益を同 3.5% 増の 16,400 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 7.7% 増の 11,500 百万円とすべての段階利益で増益を見込んでおり、安定収益を軸として高い業績水準を継続する見通しである。

営業総利益は、引き続きアセットマネジメントフィーを中心とする安定収益の伸びが増益に寄与する見通しである。コロナ禍の影響により、上期までの業績の進捗に遅れがあったものの、アセットマネジメント事業が堅調に推移していることに加え、不動産投資事業についても、不動産取引の本格再開に伴う物件売却やファンド組成により、上期での出遅れ分をカバーする想定となっている。

弊社でも、安定収益が順調に伸びていることや、不動産売却益獲得の遅れについても、単にタイミングの問題であり、保有物件の価格的な下げ圧力を受けていないことから、本格的な活動再開とともに挽回可能であると判断している。一方、マスターリース損益（ホテル及びサービスアパートメントの運用）の下振れについては、厳しい状況が続くものと想定されるが、同社業績全体への影響は限定的であり、不動産売却益の獲得等により補える範囲であるとみている。引き続き、コロナ禍に伴う市場環境の変化（特に、アセットクラスごとの需給動向など）には注意が必要であるが、銀行の融資姿勢や旺盛な投資家ニーズには変化は見られず、AUM の持続的な成長に向けて新規投資（パイプライン）をいかに積み上げていくのかに注目したい。

成長戦略

2025 年までの長期ビジョンのもと、 中期経営計画では「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」のもと、2018 年 12 月期からは 3 ヶ年の中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」を推進している。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

成長戦略

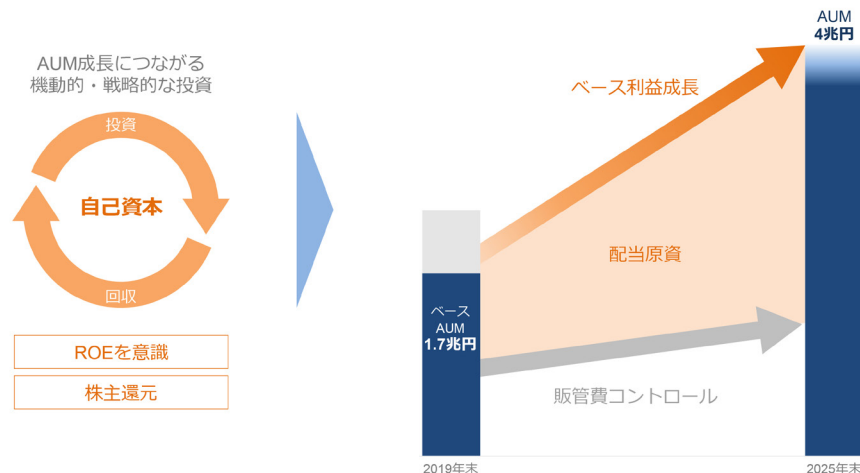
1. 長期ビジョン

同社は、2025 年の長期ビジョン「Kenedix Vision 2025」として、AUM4 兆円、グループ時価総額 2 兆円、ROE15% を掲げている。特に AUM は、過去 8 年間（2009 年から 2017 年まで）で 1 兆円から 2 兆円に倍増してきたペースをさらに加速し、2017 年からの 8 年間で 2 兆円から 4 兆円へ倍増させる計画である。長期ビジョン策定時には想定していなかったコロナ禍の影響を一部受けているものの、あくまでも一過性及び限定的なものと認識しており、今後の方向性に見直しはない。すなわち、「メインスポンサー REIT」と「私募ファンド」に加えて、新たな成長軸である「不動産セキュリティ・トークン」を 3 本目の柱に育成することにより、投資対象及び投資家層の拡大を図りながら安定的・持続的な成長を目指していく。また、AUM 拡大に向けた M&A 機会も模索する方針である。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、AUM 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。

今後の成長戦略

✓ AUM拡大にあわせて、安定的なベース利益の成長を目指す

AUM長期ビジョンとベース利益成長のイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

2. 中期経営計画

2018 年 12 月期よりスタートした中期経営計画「Partners in Growth, Next 2020」は、これまでの方向性を継承し、「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。

ケネディクス

4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

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) 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) 同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

これまでの中期経営計画の進捗を振り返ると、コロナ禍による足元業績の遅れを除けば、定量面及び定性面ともに順調に推移していると評価できる。また、今後の中長期的な展望についても、外部要因（世界的な低金利を背景とした投資家ニーズの継続等）や内部要因（ケネディクスモデルの進展）の両面から判断して、持続的な成長を実現することは可能であると評価しており、コロナ禍に伴う環境変化（ニューノーマル）についても、「ケネディクスモデル」の柔軟性の高さや収益基盤の安定性から判断して、大きなリスク要因としては捉えていない。最大の課題は、2025 年末の AUM4 兆円達成に向けていかに拡大ペースを維持・加速していくのにかにある。また、「不動産セキュリティ・トークン」など、新たな成長軸がどのように市場を創造しながら同社自身の成長につなげていくのかにも注目している。さらには M&A による規模拡大も選択肢に入っており、今後の動向に注意する必要があるだろう。

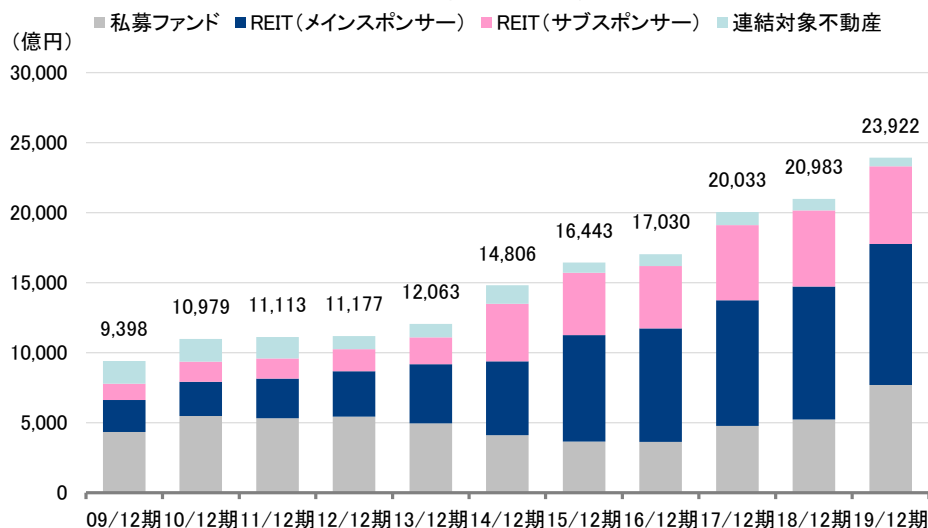
■過去の業績推移

2013 年以降、好調な不動産市況を背景として、 AUM 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、親会社株主に帰属する当期純利益は、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。特に、しばらく停滞気味であった AUM の拡大に伴い、安定的なアセットマネジメントフィーも年々増加基調をたどっており、同社の収益構造は大きく変化をしてきた。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：決算説明会資料よりフィスコ作成

ケネディクス

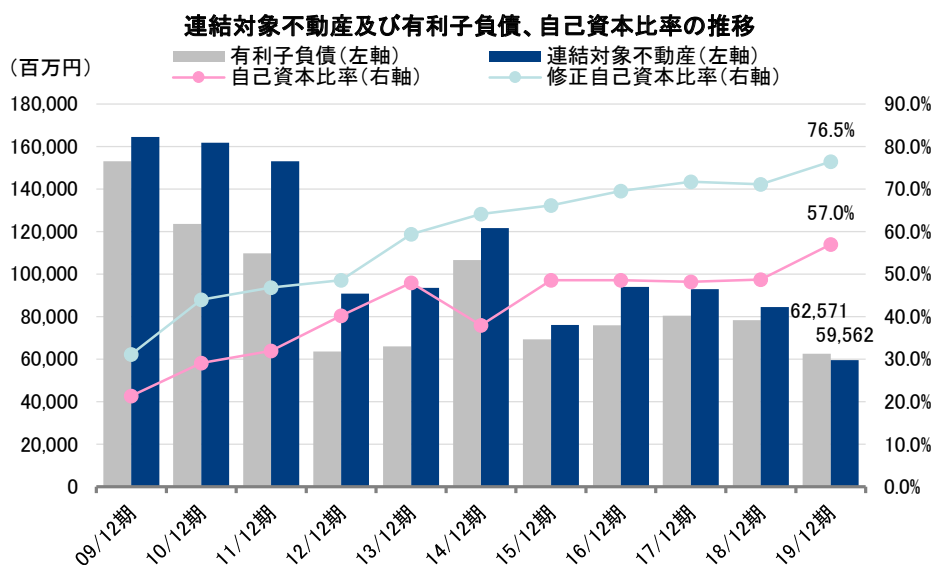
4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

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 12 月期には、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実施し、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。また、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傾向をたどってきた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 76.5% の高い水準で推移している。



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、親会社株主に帰属する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。

ケネディクス
4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)
http://www.kenedix.com/cms/ir_top.html

ESG への取り組み

GPIF を採用する 3 つの ESG インデックスの構成銘柄に選定

同社は、「2 兆円を超える AUM を預かる同社グループにとって、不動産ファンドの運用を通じて環境や社会への貢献を果たしていくことは大変重要である」との考え方にに基づき、ESG にも積極的に取り組んでいる。中期経営計画の基本方針の中でも、「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」を掲げており、2018 年 4 月には ESG への取り組みを強化・推進するため、専任部署（コーポレート・コミュニケーション室）を立ち上げるとともに、最初のステップとしてマテリアリティ（重要課題）の設定※とサステナビリティ方針の制定を実施。その後も、2019 年 2 月にホームページ開示情報を整備すると、2019 年 4 月には責任投資原則（PRI）へ署名、2019 年 5 月にはサステナビリティ・レポートを作成するに至った。今後は統合報告書の作成も予定している。

※ 同社グループの企業活動と社会の双方にとって重要である課題を整理し、経営層での議論を重ねた上で、取締役会で決定。5 つの課題と 15 のテーマを設定している。

積極的な ESG への取り組みが評価され、GPIF ※1 の採用する 3 つの ESG インデックス「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」※2、「S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数」※3、「MSCI 日本株女性活躍指数（WIN）」※4 の構成銘柄に選定されている。また、2019 年 12 月には MSCI ESG レーティングも向上した。

※1 世界最大級の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人。

※2 MSCI の ESG リサーチに基づいて構築し、様々な ESG リスクを包括的に市場ポートフォリオに反映した ESG 総合型指数。

※3 同業種内で炭素効率性が高い企業、温室効果ガス削減に関する情報開示を行っている企業の投資ウエイトを高めた指数。

※4 多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から性別多様性スコアの高い企業を選別して指数を構築。

株主還元

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、自己株式の取得についても、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、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。

これまでの実績を振り返ると、「ベース利益」の拡大とともに増配基調にあるとともに、好調な「不動産投資損益」を背景として自己株式取得にも積極的に取り組んでおり、総還元性向は 2016 年 12 月期より 4 年連続で 50% 以上を確保してきた。

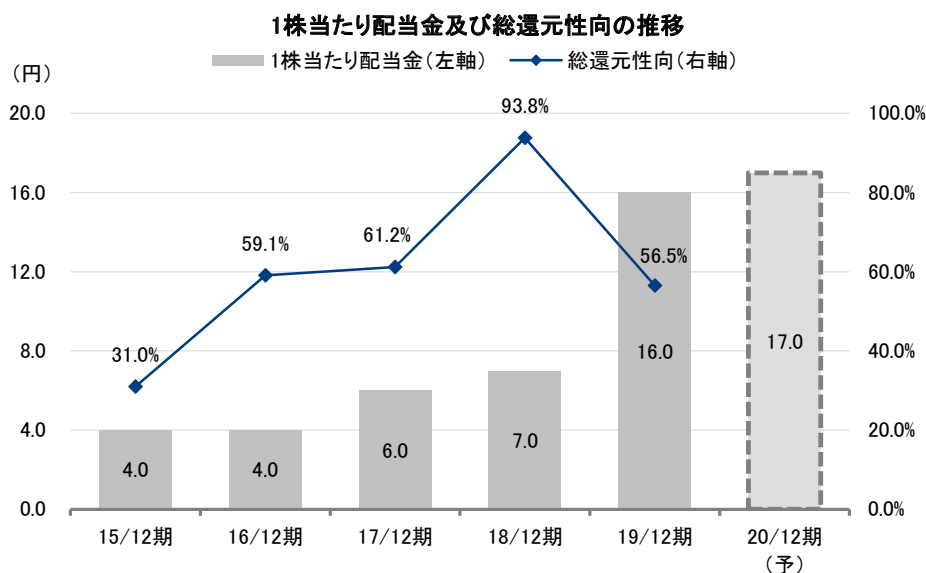
ケネディクス
4321 東証 1 部

2020 年 9 月 29 日 (火)

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

株主還元

2020 年 12 月期の年間配当については、前期比 1 円増配の 1 株当たり 17.0 円（中間 8.5 円、期末 8.5 円）を予定している。一方、自己株式取得については、新規投資への積極的な資金投入を予定していることから、見送られる可能性が高いとみられる。



出所：会社資料よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp