

## ロジコム(8938)

東証JQグロース

## 旗艦ファンドは“フィンテック”と共に成長する

## ■サブリースでの安定を基盤にAMで成長目指す

東京都郊外の東大和市を中心とした三多摩地区及び埼玉県西部が地盤で、サブリース事業が主力。倉庫や商業施設などの管理実績を200物件以上、リーシングネットワークは800社以上の実績を有する。15年10月末時点の空床率は1.6%と、新規の貸し出し余地がほぼ無い高稼働状態を持続。安定収益を確保するなか、ノウハウを活用したAM事業による「成長の創出」を目指している。LCパートナーズの運用資産残高は15年10月末時点で210億円。物件取得の資金調達としてソーシャルレンディングも導入、昨年7月には自社サイトもオープンさせた。

## ■純利益予想は前期比3倍の10億円

16年3月期の通期予想は、売上高65億円（前期比0.2%増）、営業利益5億円（同37.6%増）、経常利益2.5億円の赤字（前期は同1.49億円の赤字）、当期純利益10億円（同211.1%増）。ノンリコース化で発生した経費を見直したため期初計画比では減額。ただ、「LCリテールファンド」の運用資産の拡大過程で先行的に発生するコストが理由。悲観視する必要はない。期初開示していなかった当期純利益の予想は10億円としている。

## ■ソーシャルレンディング普及の旗振り役

業態の近い類似会社の中で、未だPBR1倍を下回っているのは同社のみ。昨年10月の純利益予想の開示後に株価は下落したが、足元で株価1400近辺で値固めの動きとなっている。IR強化の姿勢がバリュエーション水準の切り上げにつながったと判断できよう。市場が未だ気付いていないのは、同社がソーシャルレンディング普及の旗振り役として動いている事実。株式市場で異常な盛り上がりを見せる物色テーマ“フィンテック”にど真ん中で該当する。LCレンディングにおける自社サイトを通じた成立ローン総額も足元で順調に拡大。日本国内でのソーシャルレンディング普及とともに旗艦ファンドは成長し、同社の成長も創出される展望が描ける。

IR STREET  
アナリスト 岡村 友哉  
Yuya Okamura

## 会社概要

所在地	東京都東大和市
代表者	本荘 良一
設立年月	1987年6月
資本金	8億4418万円
上場日	2005年3月
URL	<a href="http://www.logicom.jp/">http://www.logicom.jp/</a>
業種	不動産業

## 株価DATA(1月8日終値)

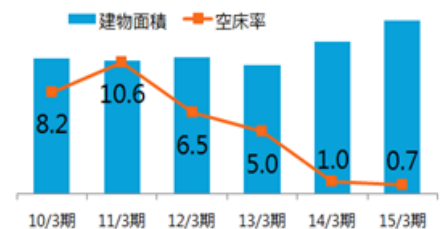
株 価	1,440円
発行済株式数	2,368,000株
売買単位	100株
時価総額	34.0億円
予想配当	10円
実績EPS	422.32円
実績PBR	0.80倍

## 企業紹介

●東京都郊外の東大和市を中心とした三多摩地区及び埼玉県西部を地盤とし、サブリースをメインとする賃貸業務を主力ビジネスとする。サブリースとは、同社が土地や建物をオーナーから一括で借り上げ、これを企業にテナントリーシングするという収益モデルだ。土地の立地要件や商圈人口、人口特性、周辺施設、さらには消費のトレンドも分析し、同社が物流倉庫や商業施設などに再開発する。マーケティングのノウハウが必須の分野だが、同社社長の本荘良一氏は不動産サブリース一筋30年の経歴を持つ人物。同社が最も得意とする分野であり、倉庫や複合商業施設などの管理実績は200物件以上、リーシングネットワークは800社以上の実績がある。大型の物流倉庫には「LOGPORT」のブランド名を冠している。

●同社がモットーに掲げていた「安定の創出」は既に確保されている。中核事業のサブリースが盤石の収益構造になっていることが理由。メインとする倉庫や店舗のテナントリーシングは一度契約すると退却が起きにくいという特性があるうえ、管理物件が多いことで強いポートフォリオ効果を生み出している。同社が経営のベンチマークにする「空床率（賃貸可能な面積がどのくらい残っているかを示す比率）」は数値が低いほど高稼働状態にあることを示す指標。前15年期の年間平均空床率は「0.71%」と、目標としてきた“空床率1%未満”をクリア。2015年10月末時点も「1.6%」（賃貸面積8万4235坪）と、新規の貸し出し余地がほぼ無い状態を維持している。賃料収入の驚異的な安定こそ、「安定の創出」の屋台骨になっている。

●サブリースで安定を確保しているが、空床率が低い（＝新規に貸し出せる余地が小さい）ため、高い成長が見込めるわけではない。また、首都圏での用地確保の競争激化、建築コストの上昇といった取り巻く環境の変化も足枷になるという課題も抱えていた。本業のサブリースが順風なうちに、自らオペレーションができるアセットマネジメント（以下AM）業務を始動。グループの機能再編を終え、不動産ファンド事業を第2の核事業とすべく舵を切ったばかりだ。従業員数25名（単独）、平均年齢は47歳のベテラン中心の少数精鋭企業だが、新しい挑戦に社内も活気付いているという。



## ビジネスモデル考察(1)

### ● 「成長の創出」におけるキーデバイス

不動産ファンド事業の育成が最優先。得意とするサブリース、プロパティマネジメント事業（子会社LCパートナーズが管理する不動産ファンドの運用物件を対象に、建物の維持・管理などを手掛ける業務）で蓄積したノウハウを活用してAM事業に本腰を入れている。ワンストップで手掛けることで、収益を効率的に高められると考えられよう。1件当たり売上規模はサブリースが大きいですが、AM事業は地方も含めた全国レベルで展開でき、首都圏での不当な競争から解放されるメリットがある。子会社LCパートナーズで展開するAM事業こそ、「成長の創出」におけるキーデバイスと位置付けられる。



### ● 旗艦ファンド「LCリテールファンド」

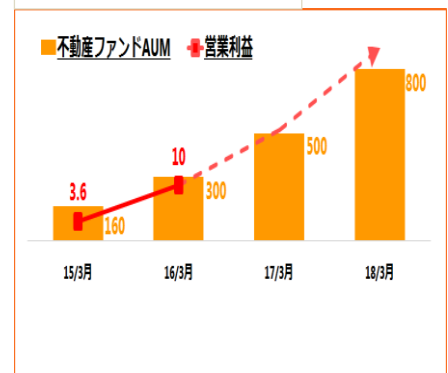
LCパートナーズの運用資産残高は、2015年10月末時点で210億円。内訳は「LCリテールファンド」が155億円、東北早期復興支援ファンドが45億円、商業案件10億円。旗艦ファンドの「LCリテールファンド」の運用規模について、同社では16年3月期末250億円を目標としている。同ファンドの手法は、証券化されていない地主案件（中小スーパーや介護施設など）を発掘しながら投資案件を生み出していくというもの。特長は“ローカル”で、地方に眠る資産、生活密着型資産を組み入れているのだ。ポートフォリオに入っている8つの商業施設は神奈川、愛知、岐阜、三重、秋田にあり、北海道伊達市や釧路市の3つの商業施設も“地域一番店”といえる物件を取得予定。地方の金融機関とタイアップし融資を受け、地方の価格が安定しやすい物件に厳選投資。この手法をとる同ファンド自体が地方の活性化に一役買っているのだ。



### ● 運用規模拡大で別世界が見える！

「LCリテールファンド」の運用規模拡大で、同社の業績数値も別物に見えてくるだろう。マザーファンドである「LCリテールファンド」に対するロジコムの出資比率は「45.45%」。物件を取得し、リコースローンの連帯保証が外れてノンリコース化したSPCをファンド化。ファンドからの物件売却が実現した場合の売却益のうち45.45%の比率でロジコムに分配されることになる（特別利益として計上）。想定売却先は上場REITや海外REITなどだが、同社グループ自体でのJREIT、海外REIT設立までも視野に入れているという。

3か年業績目標



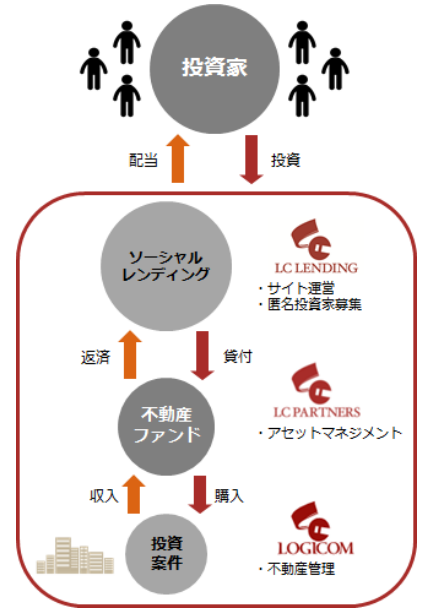
## ビジネスモデル考察(2)

### ● 「日本のソーシャルレンディング幕開けの創出」へ

「成長の創出」のキーデバイスであるAM事業において、物件取得の資金調達としてソーシャルレンディングという新しい手段を導入した（2014年12月に子会社LCレンディングを設立）。これは、不動産ファンドにおけるメザニン融資の部分を、ウェブ上で手軽に申し込める形で個人投資家から募るという仕組みである。少額投資が可能で、不動産投資のような5%前後の高い利回りが狙えるうえ、REITや実物不動産投資と異なり価格変動リスクがない。

昨年7月には自社サイトをオープンし、個人投資家からの資金募集を開始している。集めた資金（メザニンローン）を不動産ファンドに貸付け、その資金で不動産を購入する。そこから得た収入で不動産ファンドは融資資金を返済し、個人投資家には配当の形で還元される流れとなる。この仕組みをワンストップで実現できるのが強みだ。サービス開始から4カ月経過した昨年10月末時点におけるローン総額は22.76億円で、登録者数は672名。

日本ではまだ浸透していない新しい資金調達の仕組みだが、同社はこの分野で国内トップランナーである「maneo」と業務提携している。サイト経由でのメザニンローン積み上げが進めば、物件取得も進み、ファンドの価値は増大していく。欧米ではソーシャルレンディング事業者の成功例が多く生まれているが、日本では法整備も進んでいない市場。理解を示す大手地方銀行なども出てきており、ソーシャルレンディング普及の旗振り役としての役割を間違いなく担っている点で社会的意義も大きい。大手金融機関や同業他社、外資系などの参入も想定されるが、同社では大歓迎といった構えのようだ。これは、ソーシャルレンディングの認知が広がることこそ、早期参入の同社にとっての利得であるからに他ならない。



## 業績

●16年3月期中間期業績は、売上高33.91億円（前期比10%増）、営業利益1.51億円（同74.9%増）、経常利益は2.08億円の赤字（前年同期は0.13億円の赤字）、当期純利益7.18億円（前年同期は0.13億円の赤字）。主力のサブリース事業では、期中の平均空床率1.45%と前期の通年平均0.71%比では上昇したが依然高稼働を継続した。純利益が大幅な黒字に転じたのは、米国子会社の固定資産（米国所在の土地建物）売却による特別利益10.38億円（2物件）などを計上したため。固定資産の売却は、グループ保有不動産のポートフォリオ見直しの一環。

経常赤字が大きくなったのは、不動産ファンド案件のノンリコース化で巨額の費用を短期間で計上してしまう会計要因（資金調達費用残高を一括で費用化するため）によるもの。中間期における営業外費用のメインは支払利息2.77億円（前年同期は1.02億円）、資金調達費用1.3億円（同0.09億円）と大幅増加している。弁護士費用などのコストもかかり、「LCリートファンド」の運用資産が拡大する過程で先行的に発生する形となる。あくまで取得物件を将来売却するまでに発生する先行コストであり、経常赤字であることを悲観的に捉える必要は全くない。

●16年3月期の通期予想は、売上高65億円（前期比0.2%増）、営業利益5億円（同37.6%増）、経常利益2.5億円の赤字（前期は同1.49億円の赤字）、当期純利益10億円（同211.1%増）。中間期発表の手前で、期初計画について売上高で7億円、営業利益で5億円、経常利益で5.5億円減額修正している。上期での不動産ファンド案件の仕入が計画未達成だったこと、ノンリコース化に際して発生する経費を見直したことが理由。期初計画では開示していなかった当期純利益については10億円としている。下期で2.82億円必要な上積み分については、売却益が見込める不動産ファンド案件の売却などで達成させる見立てだ。

## 業績推移(百万円・%)

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	1株利益 (円)
2013年3月	7,420	15%	305	146%	105	-	136	51%	57.58
2014年3月	6,100	-17%	440	44%	263	150%	267	96%	112.95
2015年3月	6,486	6%	363	-17%	-149	-	323	21%	136.78
2016年3月(予想)	6,500	0%	500	37%	-250	-	1,000	209%	422.32

## 株価評価(バリュエーション)

●物流施設の賃貸・管理を収益源とする点ではシーアールイー(3458)、中小型物件で不動産ファンドを組成している点ではエリアリンク(8914)、トーセイ(8923)などがベンチマークになりそうだが、時価総額でいえば現時点の同社のサイズは圧倒的に小粒である。収益構成が異なるため予想PERでの単純比較に意味はないが、PBR1倍を下回っているのは同社だけである。16年3月期中間期時点での純資産は40.8億円と、前期末に比べて6.83億円増加(利益剰余金が6.45億円増加)。土地売却により手にしたキャッシュが財務を改善させ、成長基盤となるための潜在性を高めた格好だ。流動性面でのハンディキャップを持つ(割高化しにくい)ジャスダック上場全銘柄のPBR平均は1.21倍。未だ同社株は低評価に甘んじていると考えられよう。

●前回レポート(15年7月7日)時における最大のポイントは、同社株の市場認知度が低いことにあった。そのうえ、(不動産ファンドにおける物件売却次第で最終利益が変動するため)通期の純利益予想が開示されていなかった。業績に対するアナリスト予想も無く、投資家が利用する端末上に表示されていた純利益予想3億円、これに基づくEPS(1株当たり利益)126.7円がコンセンサスだった。とはいえ、7月7日に米国所在の土地建物売却で8.7億円に上る売却益が発生したと開示したことで、実際のEPS急拡大を織り込む形で株価が9月11日の年初来高値(2560円)に向けて上昇した経緯もあった。

今期の純利益予想が開示されたのは10月29日で、通期予想は10億円、EPSは422.32円。これを受けて端末上の表示も切り替わり、予想PERも急激に低下した。ただ、併せて公表した営業利益、経常利益の下方修正(とくに経常利益を赤字予想に一転)が失望売りにつながり、翌10月30日に株価は16%安となった。前ページで指摘したが、ファンドの運用資産が拡大するという前向きな進展過程において、先行的に営業外費用としてコスト計上する会計要因が理由である。そういった特性までは認知されていない現状において、決算発表のタイミングで株価がミスプライスを付ける局面は今後も起こり得るだろう。そうした局面で生じた安値を拾うスタンスが非常に有効と考える。

### 類似会社比較

銘柄名	コード	市場	予想PER	PBR	配当利回り
ロジコム	8938	JQ	3.4倍	0.80倍	0.69%
CRE	3458	東証2部	9.1倍	1.43倍	0.58%
エリアリンク	8914	東証マザーズ	11.2倍	1.18倍	2.01%
トーセイ	8923	東証1部	9.3倍	1.04倍	2.12%
類似会社(3社平均)			9.9倍	1.22倍	1.57%

※1月8日終値ベース

# 株価評価(需給、株価材料など)

## [需給など]

●15年1月以降の価格帯別出来高を集計すると、株価900円台(32万2500株)、1500円台(32万6600株)の2価格帯での出来高が突出している。現状、この価格帯の間で株価は推移しており、需給が好転するには出来高を伴う形で株価1500円台の壁を上方ブレイクする必要がありそうだ。

●昨年9月(高値2560円)にかけて急激に株価水準を切り上げ、その3カ月後の昨年12月(安値1218円)に向けた調整で株価は高値の半値まで切り下がった。同期間内に提示した業績予想が売り理由になったと見られるが、前ページで指摘した通り会計要因をミスリードした側面が大きいのではないかと。

この下落局面で起きた需給要因を分析すると、基本的に流動性が低い(平常時の指値注文が少ない)なか、信用で買っていた投資家が手仕舞い売りした要素が大きいと断定できる。2015年の年初(1月第1週)の信用買い残は6万5300株に過ぎなかったが、上昇に弾みが付いた6月には14万6200株まで増加。8月第3週まで14万株前後だったが、今期純利益予想を開示した翌週(11月第1週)には9万3500株まで減少。昨年末(12月第5週)時点では8万5300株まで減少している。こうした短期保有を前提とした信用買い組のふるい落としが進んだことが原因で、足元では株価1400円近辺で明らかに下げ渋っている。この水準でのボトム意識からの値固めが進んでいるといえよう。IR強化の姿勢が確実にバリュエーション水準切り上げにつながったといえる。

●市場が未だ気付いていないのは、同社がソーシャルレンディング普及の旗振り役として動いている事実だ。ファンドを自社サイトに掲載し、P2Pで融資を行うのがソーシャルレンディング。これは、株式市場で異常な盛り上がりを見せる物色テーマ「フィンテック」(金融系のITサービス)にど真ん中で該当する。同社のLCレンディングも開始から約4カ月経過した昨年10月末に、成立ローン総額が22.76億円と前月比140%も増加。16年1月8日時点では27億円台と、足元で順調に拡大させている。2015年9月末時点で株主名簿に記載された株主に対して、LCレンディングでメザニンローンに出資してくれた場合のキャッシュバック企画を実施したが、今後もソーシャルレンディング普及に向けた様々な企画の実施を考えているとのことだ。



### 株価(ヒストリカル)

年初来高値	2,560円
年初来安値	766円
上場来高値	7,570円
上場来安値	201円

※株式分割、単位株変更考慮

## ディスクレーマー

本レポートは、株式会社フィナンテックが委託したアナリストと対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポートを委託したアナリストの分析及び評価によるものです。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の勧誘または誘引を目的とするものではありません。

いかなる場合におきましても、投資の最終決定は投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、株式会社フィナンテックおよび受託者である作成アナリストは一切の責任を負わないものとします。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

なお、本レポートの著作権は株式会社フィナンテックに帰属します。本レポートの無断複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

本レポートに関するお問合せ:

株式会社フィナンテック IR STREET

Mail: [report@irstreet.com](mailto:report@irstreet.com)

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町1-8-1 茅場町1丁目平和ビル2F

TEL:03-4500-6883 FAX:03-4500-6882