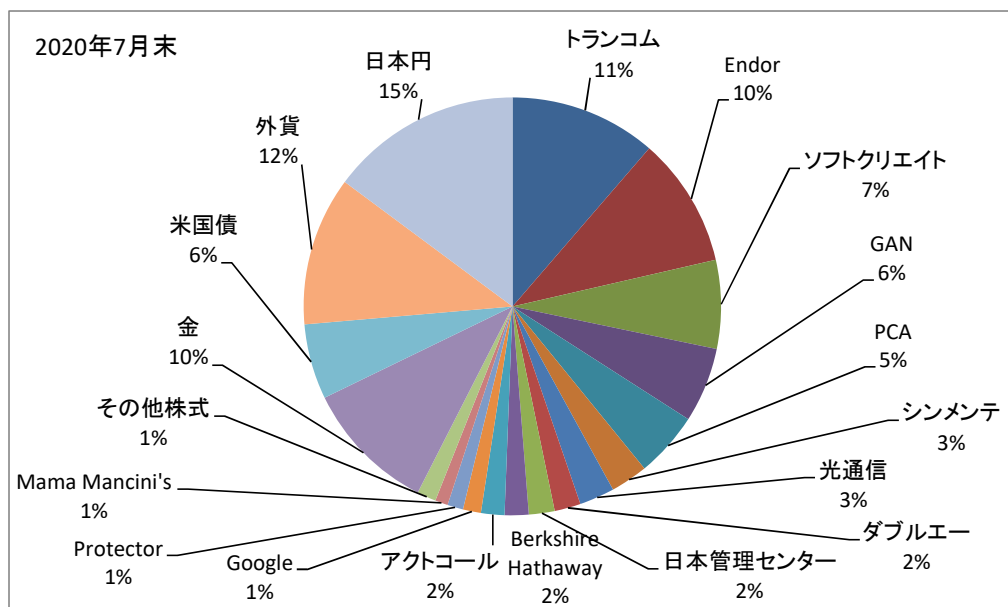


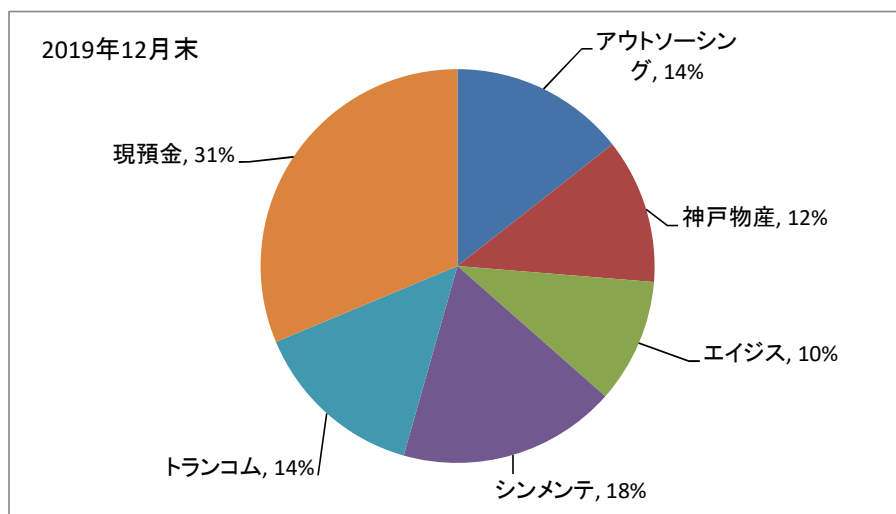
みなさま、

7月末のポジションと取引報告をお送りします。



購入	売却
7683 ダブルエー	4659 エイジス
9629 PCA	
Endor	
Protector	新規
Mama Mancini's	新規

視覚的に比率が把握しやすい円グラフに変えてみました。客観的に見て、銘柄数が多すぎます。理想的には、自信のある6銘柄に資産の75%を投資し、残り25%を投資余力としたいです。資産の1%しか投資していない銘柄が2倍になったとしても、資産は1%しか増えません。現状は、数少ない大きなチャンスに大きく投資できていない可能性が高いです。下の円グラフは2019年末の状態です。理想に近かった状態から、コロナの影響にうろたえてバタバタと売買を繰り返した結果、ポートフォリオがすっかり散らかってしまいました。年後半は、ポートフォリオの整理整頓をしていきます。



#### 4-6 月期決算の印象

コロナ直撃を受けた 4-6 月の四半期決算が発表されています。V 字回復や U 字回復ではなく、「K 字回復」とはうまく言ったもので、好業績と悪業績の 2 極化が鮮明です。外部環境の急変への対応力を含めて、企業の競争力の差が見えやすくなっていると感じます。クラウド関連や EC 関連が好調なのは当然なので、コロナの悪影響を受けている業界に注目しています。ウォーレン・バフェットの名言に、「水が引いて、初めて裸で泳いでいたものが分かる」とあります。コロナで水が瞬間蒸発したおかげで、危機意識が高い優良企業と、そうでない普通の企業の違いが明確になりました。

例えば、製造業は工場閉鎖やサプライチェーンの寸断で赤字転落が相次いでいます。ところが、永守さんという日本を代表する経営者が率いる、日本電産という産業用モーター世界トップ企業は、なんと減収増益を発表しました。世界的経営者のコミュニケーション、是非とも決算説明会の音声配信を聞いてみてください (<https://www.nidec.com/jp/ir/library/voice/>)。私も 9 歳と 7 歳の子供に聞かせようとしたのですが、今のところあまり興味を持ってくれません。どうやったら凄さが伝わるんだろう。

私は、永守さんの声を聞いているだけで元気になってきます。こちらに行けば大丈夫と明確な方向性を示し、会社を引っ張っていく、リーダーかくあるべし。こういう会社に投資して、長期間にわたって伴走したいです。なぜ今すぐにでも投資しないかと言うと、ケチで足元の収益に対して株価が割高に見えるから。しかし、多少高くても良い商品を買った方が、結果的に安上がりなことが多いように、多少高くても良い企業に投資した方が、長期的に報われることが多いです。相対的に安く見える 2 番手を買って失敗するというのが、私の負けパターンと分かっているのですが・・・。

#### Protector

新規投資した銘柄の一つが、ノルウェーの損害保険会社の Protector です。2004 年創業の新興企業ながら、ノルウェーでトップシェアに成長しました。自動車保険などの少額損保はサンプルの多い統計をベースにしているため、どの保険会社の支払予測も大差ありません。保険料 = 保険支払い予測 + 運営コスト - 運用利益 + 株主利益となります。つまり、同じ株主利益を求める前提では、保険料を決めるのは保険会社の運営コストです。Protector は圧倒的な低コストで運営しているため、競合より安い見積もりを提示することができ、結果的にシェアを拡大してきました。一度コストが肥大した競合他社が、Protector と同じコスト水準まで削ることは、ほぼ不可能でしょう。Protector は低コストを武器に北欧諸国で順調にシェアを伸ばしており、2 年前には大きなイギリス市場に参入しました。将来が楽しみです。

似たようなことは、どの業界でも起こっています。例えば証券業界、野村証券など対面証券は店舗網の維持コストがかかるため、株式取引手数料を下げしぶってきました。ところが、後発の SBI 証券などインターネット専業は店舗コストがありません。インターネット普及に伴い、より多くの顧客が SBI 証券に移りました。取引コストは下落し続け、今や米国では取引無料になっています。店舗網を維持しようとしたために、野村証券はインターネット化に乗り遅れ、競合他社に成長する時間を与えて取り返しがつかない状態になっています。しかし、野村証券の営業力の代名詞でもある店舗網を、サラリーマン社長が廃止できる訳はありません。保険業界も同じです。生保レディの維持コストを負担する日本生命な

どと、ライフネット生命のようなインターネット専業。基本的に同じ商品を提供している以上、最後はコスト競争力で勝負が決します。

### Mama Mancini's

もう一つの新規銘柄は、アメリカのミートボール製造販売企業です。大手スーパーなどに、冷凍ミートボールを卸しています。売上が急増していて不思議だったのですが、2つのトレンドに乗っています。一つは、本物志向。リーマンショック後の金融緩和から先進国中間層が没落し、低所得層と富裕層の2極化が進んできました。そのため、消費市場もローコストと高級品という2極化が進むことになりました。Mama Mancini'sのミートボールは、完全無添加です。競合他社の商品を見ると、全てに大豆タンパクなど、手作りでは入れない原材料があります。なぜ無添加で作ることが難しいのか、来週会社と電話するので聞いてみます。最近、トロントの大手スーパー5社でミートボールを見て回りましたが、確かに全てに添加物が入っていました。二つ目のトレンドは、中食需要。これも日本と同じで、忙しいライフスタイルに合わせてスーパーでは総菜売上が伸びているそうです。手作りと同じ材料の無添加冷凍ミートボールであれば、スーパーで手軽に調理して惣菜として売れるというわけです。

さらに、Mama Mancini'sは2年ほど前に工場を増設して、現在の稼働率は60%です。稼働率が100%に近づくにつれて固定費を吸収して、利益率の改善が想定されます。このパターンは過去に何度も見たことがあります。新規工場を作ってもすぐにフル稼働とはならないため、利益が落ち込む時期が数年間続きます。これは先行投資として仕方ないのですが、株式市場ではきちんと理解されないことが多く、減益が株価の下落につながり投資チャンスとなることが多いです。私の成功例として、老人ホームのチャームケアがあります。老人ホームは着工から開設まで1年。さらにフル稼働まで1-2年かかります。短期的収益を気にしない下村社長が事業を急拡大させたため、足元の利益が先行投資で低く見えていただけで、大きな投資チャンスとなりました。

東京もようやく梅雨明けしたと聞きました。良い夏をお過ごしください。

長友

2020年8月2日@トロント