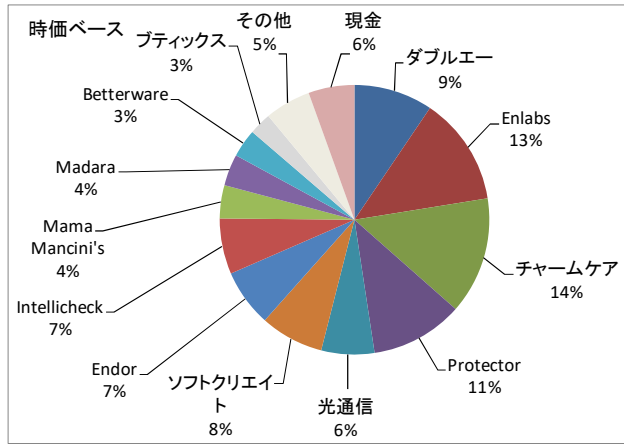
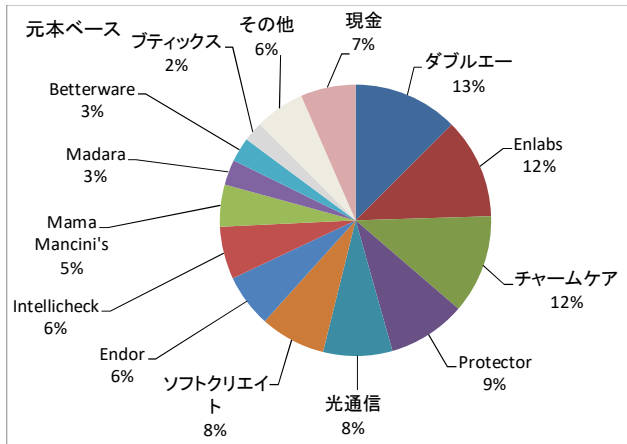
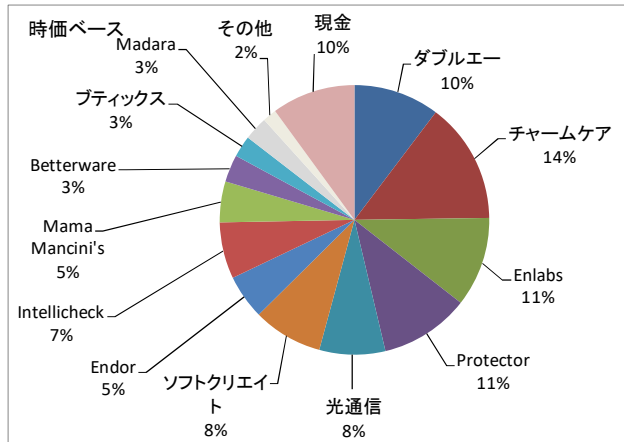
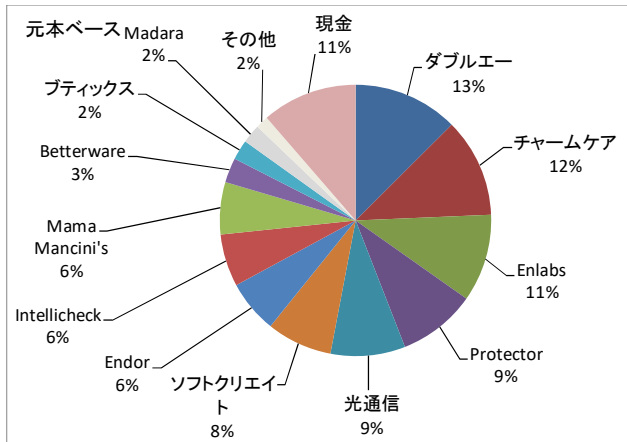


みなさま

1 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、12 月末のポートフォリオは以下の通りです。



## 今月の取引

**Enlabs (購入)**：オンラインカジノ。本社スウェーデンだが、事業の中心はラトビア。

Entain 社より 1 株 40 スウェーデンクローネで現金による買収提案を受けています。私は Enlabs の企業価値が 1 株 80 クローネあると考えるため、買収提案は安すぎると思います。スウェーデンの法律では、買収提案は議決権 90% 以上の賛成を得て可決となります。可決した場合、残りの株主は反対していても持株が強制売却されてしまいます。今回の提案に対して、既に議決権 10% 以上を持つ株主グループが反対を表明しており、否決される可能性が高いです。おそらく Entain 社が買収を諦めるか、買収金額を引き上げて再提示することになるでしょう。現在の市場価格は 1 株 43 クローネです。反対表明している株主グループは 1 株 55 クローネ以上での買収を要求しています。シナリオとして、(1) 40 クローネでの買収成立した場合、 $40 - 43 = -3$  クローネの損失。(2) 55 クローネに引き上げて買収成立した場合、 $55 - 43 = +12$  クローネの利益。(3) 買収がなくなり、3 年後に 80 クローネで売却した場合、 $80 - 43 = +37$  クローネの利益。(1) の確率が 15%、(2) の確率が 65%、(3) の確率が 20% とした場合、期待値は +11 クローネとなり、43 クローネに対して 25% の利益が見込めます (シナリオ 3 の時間価値は年率 26% で計算)。買った場合の儲けが大きく、負けても損失が小さい、良い案件だと思っています。

### Madara (購入) : オーガニック化粧品。本社ラトビア

非常に流動性が低く、1日平均400株 x 1株20ユーロ=約100万円しか取引がありません。9月に購入開始してから3ヵ月ほど、毎日100株注文してきました。その間、株価は1株11ユーロから20ユーロにまで値上がりしてしまい、目利きの正しさが嬉しい反面、十分な金額を購入できていないことが残念です。

### Naked Wines (購入) : ワイン直販。本社イギリスだが、事業の中心はアメリカ。

アメリカのワイン業界は、1920年代の禁酒法に由来する「Three-tier system」が採用されています。製造者、卸業者、小売業者の3層構造に分かれており、製造者は卸業者にのみ、卸業者は小売業者にのみ、小売業者は消費者にのみ販売できるとしています。結果として寡占化した卸業者が強力を持って流通マージンが高く、アメリカのワイン価格は世界一高いそうです。ワイン製造者も、不利な条件で卸業者と取引せざるを得ません。規制緩和によって、特定の州のワイン製造者は同じ州内の消費者に直販できるようになり、さらに2005年、州内のワイン製造者が州外の消費者への直販を禁止することは違法とのアメリカ最高裁判決が出たことで、ワイン直販市場が広がります。私は、ワイン製造者と消費者双方へのメリットが大きいワイン直販が拡大することは不可避だと思います。コロナ禍で外出が制限され、ワイン通販最大手のNaked Winesには追い風です。最高裁判決によって既得権益が崩れ、新しい市場が創出されるというパターンは、アメリカのオンライン賭博解禁に共通します。既得権益に守られた超過利潤を謳歌してきた卸業者は、高コストな巨大組織となっているため、恐竜のように環境の激変に対応できないでしょう。通販が伸びることが分かっているにもかかわらず、移行するには卸事業を縮小せざるを得ません。会社存亡の危機に陥るまで身を切るような改革はできないという、これまでの歴史にみるパターンが繰り返されることでしょうか。私は、こうした「既得権益をぶっこわす系」のストーリーが大好きです。

### WANdisco (購入) : クラウドへのデータ移行支援。本社アメリカ

データサーバーが、オンプレからクラウドに移行する流れは止まらないでしょう。クラウド市場はアマゾン、マイクロソフト、グーグルの3社寡占状態で、年率20%以上の猛スピードで成長しています。個人であれば、PCデータをクラウド上にコピペしてクラウド移行完了となりますが、企業はそうはいきません。特にITサービスを提供する企業では常に顧客がデータサーバーへアクセスしてきますから、サービスを維持しながら、どのようにデータを正確にクラウド移行するのは大問題です。Wandiscoはこの問題を解決するためのソフトを提供しています。クラウド移行を後押ししたいアマゾンやマイクロソフトのお墨付けをもらっており、これからは世界最大手2社が代わりに営業活動をしてくれるという美味しい状況になっています。クラウド移行が終わったら需要がなくなるというリスクがありますが、一方で、クラウド世界最大手2社（時価総額合計350兆円）の成長に不可欠な企業の時価総額が約350億円とは随分安い気がします。強い企業の成長のカギを握る中小企業への投資という視点は面白いです。別の例では、私が日本最強のスーパーであると考えた業務スーパーをFC展開する神戸物産(3038)に対する、最大のフランチャイジーであるG-7ホールディングス(7508)です。もしご存知でなければ、一度業務スーパーに行ってみてください。豆腐1丁30円など一般スーパーと比較になりません。私は業務スーパーがユーザーとしても大好きな上に、神戸物産の株主としても儲けさせてもらったので、言う事ありません。すみません、神戸物産「愛」が溢れて脱線してしまいました。現在業務スーパーが全国900店舗をFC展開しているうち、G-7が180店舗(約20%)を運営しています。業務スーパーは今期45店舗の出店予定ですが、そのうち20店舗以上はG-7が出店予定です。G-7は出店候補地を見つけてくる能力が高く、現在20%の店舗を運営している会社が、今年の成長の50%を支えることとなります。

栄研化学 (購入) : 各種検査薬の開発製造企業。本社日本。

便検査の日本トップシェアで、海外展開を進めることで 20 年連続増収という知られざる優良安定成長企業です。最近の決算発表を見ていて、業績の良さに驚きました。コロナウィルス感染を遺伝子検査するには、よくニュースで名前を聞く PCR 法とは別に LAMP 法という栄研化学の独自技術があります。PCR 法に対して、加熱が必要ないなどの優位性があるようです。コロナ検査はいつまで続くか分かりませんが、安定した既存事業の上に、オプションのようにコロナ検査事業が乗っていると考えると面白いです。コロナ検査薬のインド導入は決まっており、さらにヨーロッパ向けが商談中です。オプション価値が過小評価されていると思って購入しました。

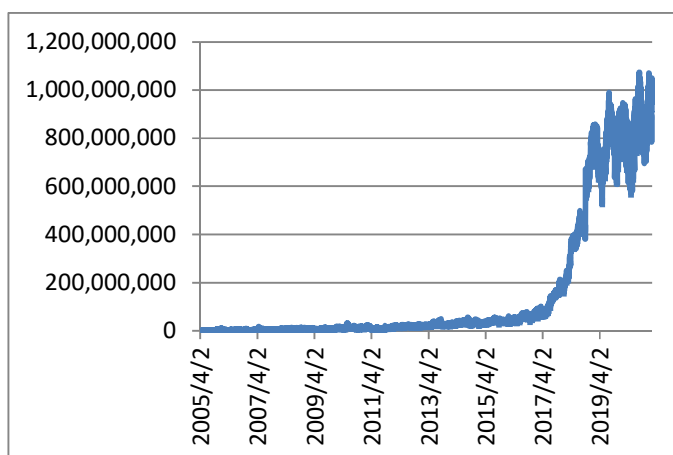
Mama Mancini's、光通信 (売却) : 色々買っていたら、随分と現金比率が下がってきてしまいました。現金比率 10% を維持したいので、株価上昇余地が少ないと考える株式を売却しています。

### まず生き残る

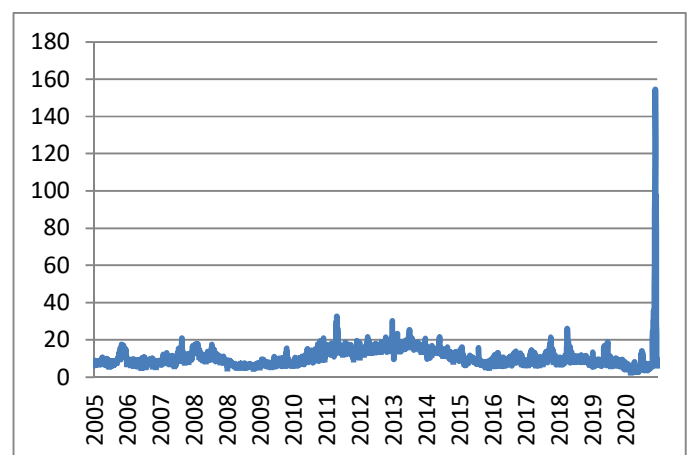
今月は 2 つの大きな不確実性が具現化して、生き残ることの大切さを再確認しました。短期的にいくら稼げるチャンスがあったとしても、一発の不確実性で破綻してしまう戦略を取ってはいけないという事です。

一つ目は、日本卸電力取引所 (JEPX) における取引価格です。東日本大震災から福島原発事故につながり、地域独占する電力会社への批判が高まり、2016 年に電力小売りが全面自由化されました。消費者はどこの会社からでも電力購入できるようになり、新電力と言われる新規参入が相次ぎました。これら新電力の多くは発電設備を持たず、電力を購入しています。長期購入契約を結ぶか、スポットで JEPX から購入するかの 2 択だと思います。下左図を見ると、JEPX の取引高が電力小売自由化した 2017 年から急増していることが分かります。また、下右図は取引価格を表しています。15 年間、1kWh=10 円、高いときでも 20 円で取引されていた価格が、1 月に入って 100 円を超えてしまいました。新電力の電力販売価格は、大手電力会社より少し安めに設定されており、1kWh30 円くらいです。JEPX のスポット価格が安値で推移していたため、「長期購入契約で割高に買うより、スポット市場で買った方が儲かるんじゃない」と考えた新電力もいたことでしょう。100 円以上で仕入れて 30 円で売るという状況に、資金繰りに問題が発生する会社もあるでしょう。仕入れ価格が分からないものを定額で売る約束をするなどという事です。

JEPX の取引高 (kWh)



JEPX の取引価格 (円/kWh)



二つ目は、アメリカ株式市場で話題になっている空売りです。GameStop という、日本のゲオのようなゲーム小売店があります。ゲームもオンライン配信が進み、わざわざカートリッジでソフトウェアを買わなくなっている上に、コロナ禍で店舗訪問も敬遠されています。このトレンドを踏まえて、多くのヘッジファンドが GameStop 株を空売り（値下がりしたら儲かる）していたそうです。ところが、個人投資家に人気の株式掲示板で、「この株をみんなで買って、ヘッジファンドをやっつけよう」みたいなムーブメントが出来てしまい、株価急騰します。年初には1株20ドルだったものが、現在では300ドルを超えています。例えば、20ドルから空売りし続けた人は、 $20 - 325 = -300$ ドルの損失を抱えてしまいます。有名ファンドの中には、資金繰りに困って、競合他社から（おそらく非常に高い金利で）緊急資金供与を受ける事態になっています。「まさか株価が1ヵ月で15倍になるとは思わなかった」のかもしれませんが、そもそも空売りは、利益が2倍に限定され、損失が青天井になる取引です。株の現物購入は、利益が青天井で、損失は投資元本に限定されます。どちらが魅力的な取引かは言うまでもないでしょう。私は一度も個別株を空売りしたことがないし、これからもすることはないでしょう。



長期的な複利効果を楽しむには、リターンへの心配をする前に、まず生き残ることが必要です。一発の不確実性で破綻する確率が少しでもある行動をしてはいけないことを再認識しました。いくら過去のリターンが良くても、ゼロを掛けてしまえば、ゼロになってしまいます。

長友

2021年1月31日@トロント