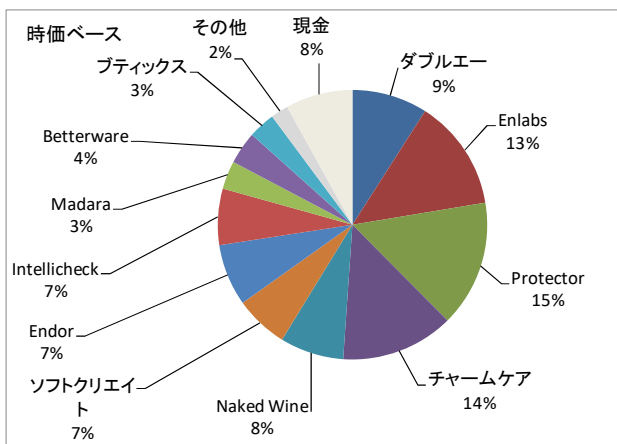
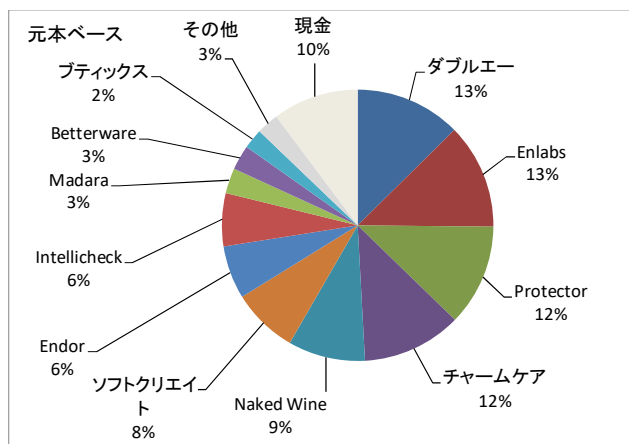
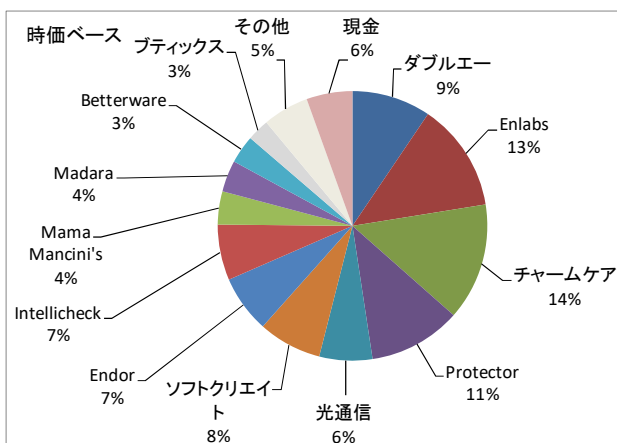
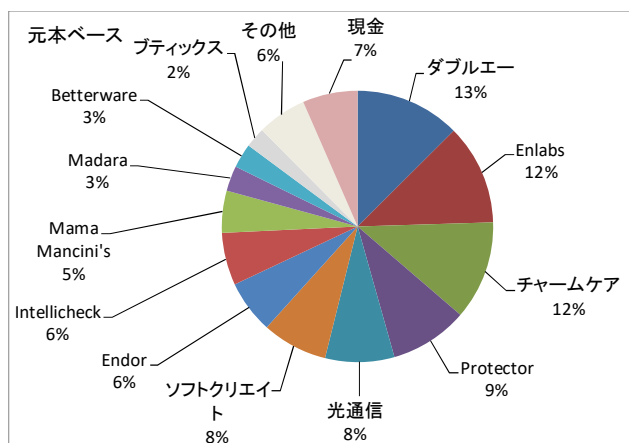


みなさま

2月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、1月末のポートフォリオは以下の通りです。



今月の取引

イメージ

興味ある会社を買っているうちに、またポートフォリオが散らかってきたと感じます。そこで、(1) 10銘柄程度に整理する、(2) チャンスに備えて現金比率10%を確保する、ことを目指しています。

Enlabs (追加購入)：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。

1月7日にイギリスの同業他社 Entain 社より、買収提案を受けていました。しかし、一株40ユーロという提示価格が安過ぎると考える株主が多く、当初の2月18日という承諾期限までに十分な賛成が集まらなかったようです。3月18日まで期限延長しましたが、結果は変わらないでしょう。2月23日に2020年度決算が発表され、好調でした。コロナ禍で税収減に苦しむ政府が、オンラインカジノ解禁に動く傾向は続くでしょう。

Protector (追加購入)：損害保険。本社ノルウェー。

2月4日に2020年度決算が発表されました。保険はコロナ禍だからと言って需要がなくなる商品ではありませんし、2020年に行った大幅な値上げによる一時的な解約も一巡し、成長路線に戻ってきました。ノルウェーから北欧中心

に事業展開してきましたが、イギリスという大きな市場へ参入し、シェアを奪っているということで、将来が楽しみです。

Naked Wines (追加購入) : ワイン通販。本社イギリスだが、事業の中心はアメリカ。

非効率なアメリカの酒販システム (Three-tier system) のお陰で、Naked Wines の直販メリットは際立っています。例えば、1本 \$ 100 のワインの原材料費は \$ 10 しかなく、残りは中間マージンと広告宣伝費だそうです。私はそもそも高いワインを買わないですが、これを聞いてますます買う気をなくしました。Naked Wines を通すと、中間マージンを省くことで、市中で \$ 100 のワインを \$ 40 で買えます。ワイン醸造家を搾取していることはなく、逆に醸造家の多くは中間流通業者から販促キャンペーンに (無料で) 駆り出されることにうんざりしているようで、Naked Wines を通して直販することで一番大切な製造に時間を使うことができると好評だそうです。製造者、消費者両方にメリットがあるという、ワイン好きにはたまらないサービスです。実はカナダもアメリカと同じ非効率な Three-Tier-System を採用しています。早くカナダにも進出して欲しいです。

Mama Mancini's (全部売却) : ミートボール製造販売。本社アメリカ

既にミートボール製品がアメリカの主要スーパーで取扱いされているということで、業績の伸び代が限定的と判断しました。また、コロナ禍での積極的な政府金融緩和により、資源価格が高騰しています。ミートボールの原料である牛肉が価格高騰して、利益率が下がるリスクも意識しました。

光通信 (一部売却) : 各種 BtoB サービス。本社日本。

1月に、JEPX という日本電力卸売市場の価格が乱高下しました。光通信も電力小売り事業を行っていて、売上としては全社の 10% と小さいのですが、利益へのインパクトがよく分からない。追加購入したようなより良いチャンスがあると考えて売却しました。3月に全て売却する予定です。

WANdisco (全部売却) : オンプレサーバーのクラウド移行支援。本社イギリス。

栄研化学 (全部売却) : 各種検査薬の開発製造企業。本社日本。

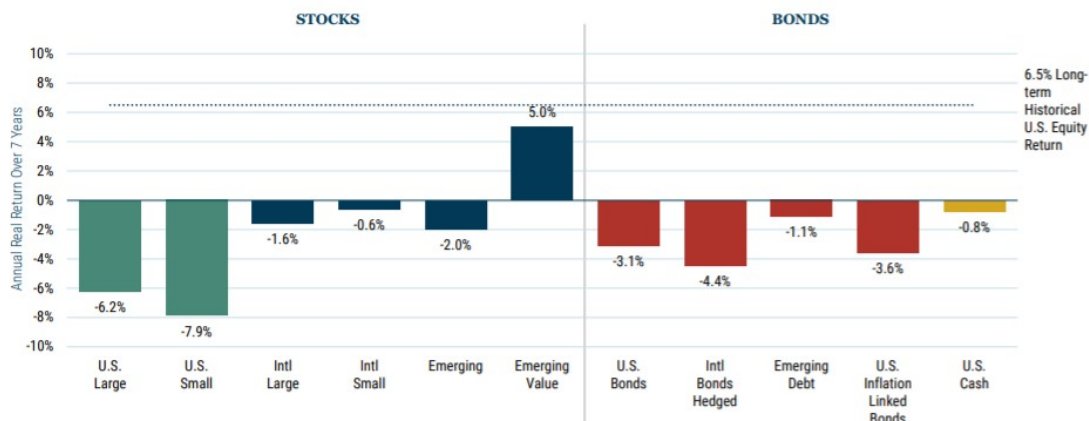
大化けするかもしれない宝くじのような会社と思って買いましたが、追加購入したようなより良いチャンスがあると考えて売却しました。

今後の投資リターン

ボストンに、Jeremy Grantham という著名投資家が創設した GMO という運用会社があり、今後 7 年間の資産別リターン予想を公開しています。GMO の運用哲学は、「平均回帰」。具体的には、長期平均と比較して短期的に成績の良すぎる資産を売り、短期的に成績の悪すぎる資産を買うという投資戦略になります。資産リターンが長期平均に回帰すると仮定した場合、今後 7 年のリターンは以下のように予想されるそうです。

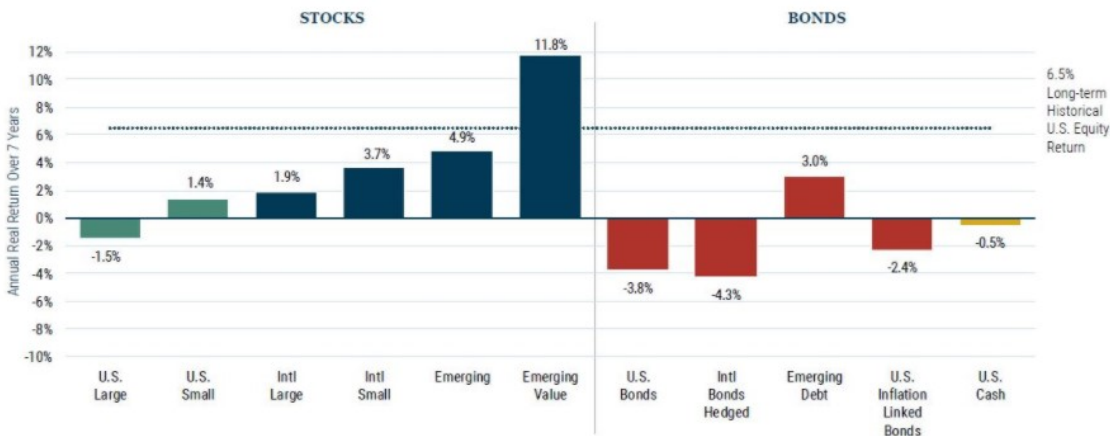
7-YEAR ASSET CLASS REAL RETURN FORECASTS*

As of January 31, 2021



コロナ禍で金融市場が大混乱していた 2020 年 3 月末の予想リターンはこちら。

As of March 31, 2020



この表は名目リターンからインフレ率を引いた、実質リターンを表しています。一番右に US Cash とありますが、年率 -0.8% ということは、ゼロ金利政策で現金の名目リターン 0% - インフレ 0.8% = 実質リターン - 0.8% という意味です。この図表のポイントは、ほとんどの資産の予想リターンがマイナスだということです。特にアメリカ株式は現在バリュエーションが歴史的な高水準にあるため、長期平均に回帰した場合は下落幅が大きくなってしまいます。じゃあ、一体何を買えばいいのという気分になりますが、市場が割高だからと言って、全ての株式が割高ということにはなりません。こんな時こそ、数少ない割安な株を探し出す、個別株式投資の出番です。

長友

2021 年 2 月 27 日 @ トロント