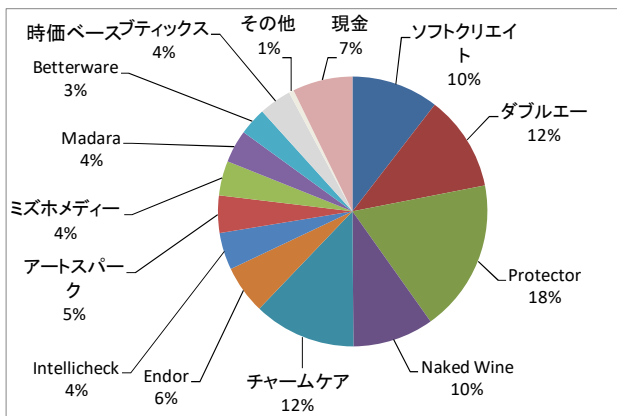
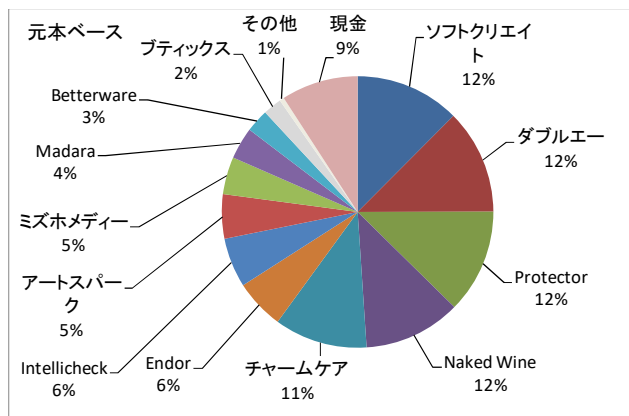
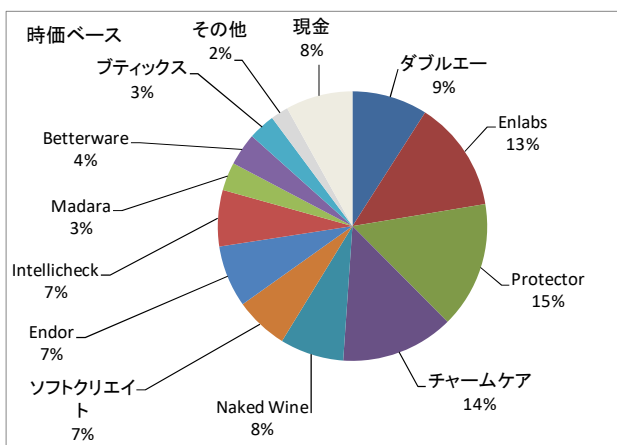
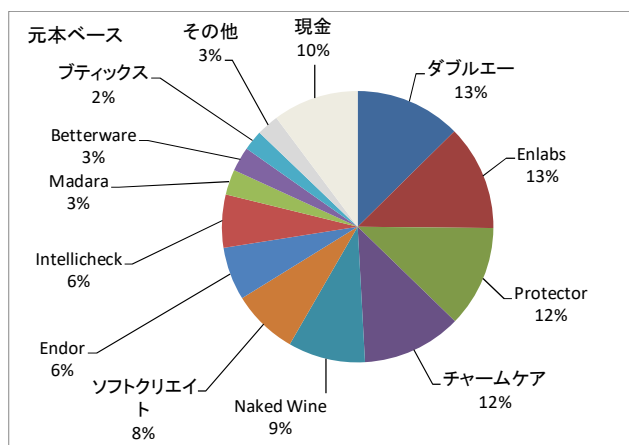


みなさま

3月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2月末のポートフォリオは以下の通りです。



今月の取引

アートスパーク (新規購入)：イラスト制作ソフト (Clip Studio Paint)。本社：東京都新宿区

マンガやアニメ制作も、デジタル化が進んでいます。2017年の漫画家アンケートでは、95%がデジタルを使用していると答え、60%は全てデジタルで行っていると回答しています。山梨県に住んでいたとき、お隣は漫画家の方でした。「以前は東京の出版社と原稿のやり取りが大変だったが、デジタルになったので山梨に引き籠っていても何も問題ない」と言っていました。当社は (正確には子会社のセルシス) マンガ制作でトップシェアの Clip Studio Paint というソフトを販売しています。イラスト制作と言えば、Adobe Illustrator / Photoshop が業界標準の地位を獲得していますが、日本が強いマンガ・アニメのニッチ領域では、一日の長があるようです。タブレット端末の普及により、デジタル制作の一般普及が進んでいます。iPad は理解できますが、私には画面が小さいと感じる iPhone などスマートフォンでもお絵描きしているようです。当社は他社とのタイアップ戦略が上手く、例えば 2020年8月から Samsung の Galaxy Tab S7 (タブレット) と S7+ (スマホ) に Clip Studio Paint がプリインストールされて世界中に出荷されています。6ヵ月無料期間の後に有料課金に移行する戦略で、ユーザーの囲い込みを進めています。この手のソフトは習熟に時間がかかるので、新しいソフトを学びなおすのは億劫になります。また、ソフトを変えると無料期間に描いた絵が見れなくなるリスクもあるため、切り替えコストが高いです。さらに、当社が秀逸なのは、ユーザーコミュニティ作りです。うまくいっている IT サービスの共通点として、活発なユーザーコミュニティがあ

ります。アップルやグーグルはアプリ開発環境を無料開放することでアプリ開発者を集めています。魅力的なアプリを求めてユーザーが集まり、開発者の収益化チャンスが増えることで、さらに優秀な開発者が集まります。費用対効果を考えると、アップルとグーグル以外のプラットフォームでアプリ開発をしようというモチベーションはないでしょう。日本の事例では、**freee** というクラウド型会計ソフトの会社があります。ベンチャー企業の多くに採用されていますが、特徴的なのは会社を横断して会計人材が交流している点です。今をときめくスタートアップの CFO が自ら熱く **freee** の導入メリットを語ってくれることほど有効な宣伝はないでしょう。**Clip Studio Paint** のユーザーが素材を販売・共有したり、質問回答できるプラットフォームがあります。イラスト制作ソフトを選ぶ上で、多くの先輩方からアドバイスをもらえる利点は大きいと考えます。2023年12月期には20億円を超える当期利益が出ると予想しています。現在の時価総額170億円なので、PERは10倍以下と、事業の競争力と成長余地を考えるとかなり割安だと感じます。競争優位性、成長余地、割安な株価と3拍子揃った銘柄だと思うので、購入検討をおすすめします。

ミズホメディー（新規購入）：ウィルス診断機器と試薬。本社：佐賀県鳥栖市

主力事業はインフルエンザ診断機器と試薬。競合他社のインフルエンザ診断薬は目視ですが、当社は機械読み取り式のため診断誤差がなく、初期診断ができる点が強み。特に小児科での普及が進んでいました。ところがコロナウィルスで衛生意識が高まり、インフルエンザ流行は完全にストップ。日本における過去5年間のインフルエンザ平均患者総数は111万人でしたが、2020年は2月14日時点でなんと1000人しかいません。まさか例年の0.1%になってしまうとは、不思議なことが起こるものです。とりあえず数年間は開店休業状態かと思っていたら、新型コロナウィルス診断機器と試薬の新発売でインフルエンザ向けの落ち込みを補ってしまいました。当社のPCR検査機器は、1検体で使用できるのが特徴です。他社製品は、100検体以上を同時に扱う大型機械が多いようです。これは大量に検査する受託検査会社のニーズには合致していますが、例えば病院で少人数の患者を迅速に検査したいというニーズには小回りの利く当社製品が合致しています。新型コロナ検査需要がいつまで続くか議論の余地がありますが、1月~3月は月産10万検査のフル生産が続いているようです。単価8000円で、月商8億円。利益率が高く、粗利益率80%はある気がします。新型コロナが続いてもよし、コロナが収まって以前のようにインフルエンザ感染が戻ってもよしです。リスクは新型コロナもインフルエンザも感染が広がらない状況です。



スマートジーン（ミズホメディー製）



cobas 6800（ロシュ製）

ソフトクリエイト（追加購入）：ECサイト制作ソフト。本社：東京都渋谷区

コロナショックの錯乱状態がひと段落し、コロナが追い風になる銘柄を探して2020年6月3日（私の誕生日）に2200円で購入。その後、4800円まで急上昇して、「俺って天才！」と有頂天になり、普段は目標株価で売却するところを、「勝ちを伸ばすべし」と鼻息荒く保有し続けていたら、見事なブーメランで購入価格付近に戻ってきてしま

いました・・・。2500円はかなり安いと思うのですが、決算説明資料などなく開示が悪い企業なので、なかなか評価されないのかもしれませんが。

ダブルユー (追加購入)：靴 SPA。本社：東京都渋谷区

3月17日に2021年2月期決算発表があり、好調でした。リーガルなど他の靴小売が業績悪化に苦しみ、リストラや資金確保に追われているため、当社との差は開く一方だと感じています。

Protector (追加購入)：損害保険。本社：ノルウェー

3月10日に経営説明会が行われ、その内容が素晴らしくて買い増ししました。2年に1度ほど行われる経営説明会では、中期的な事業戦略が説明されます。各国の担当者が自分の言葉で説明するなど、オープンな社風を感じることができました。お時間がありましたら、是非以下のリンクから説明会動画を見て欲しいです。

https://channel.royalcast.com/hegnarmedia/#!/hegnarmedia/20210310_3

Madara (追加購入)：オーガニック化粧品。本社：ラトビア

3月8日に2020年12月期決算説明会が行われました (<https://bit.ly/3v2SUOZ>)。オンライン開催になったおかげで、私もリアルタイムで出席できます。私も積極的に質疑応答に参加し、「あなたの1日の流れを教えてください」。「どのような社風を目指しているのか」、「男性として女性向け商品を売る企業を運営するモチベーションは？」などプライベートや抽象的な質問にも誠実に答える Uldis Iltners 社長の姿勢に感銘を受けました。特に、「私にとって、創業した Madara は仕事ではなくライフスタイルだ」という答えに痺れました。私からの追加質問のメールにも社長自ら返信してくれ、ますますファンになりました。流動性の低い銘柄で、1日に100万円ほどしか取引高がありません。私は昨年9月から全取引量の1/3ほどを買っている気がしますが、まだポートフォリオの4%しか買えていません。

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。

当社はサブスクリプションモデルなので、例えば、今年10の広告宣伝費をかけて獲得した顧客が、今後5年間に渡って毎年5の収益貢献をする場合、 $5 \times 5 = 25 > 10$ なので、会社の長期的価値を上げるためにはドンドン顧客獲得した方が良いこととなります。一方で、今年の利益だけを考えると1人獲得するごとに $5 - 10 = -5$ になってしまうという、足元で損して長期的に得取れモデルです。コロナ禍でワイン通販需要が高まり、当社は顧客獲得が激増したため、売上70%増で大赤字に見えます。これは良い赤字ですから、顧客成長率が鈍化して事業が成熟した状態での長期的な利益水準を予想することがポイントです。試算の結果、現在の株価7ポンドは安いと思っています。

Enlabs (全部売却)：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。結果として、買収価格は一株53ユーロに上方修正されました。この提案は94%の賛成を受けて可決したため、他の投資に資金を向けるために売却しました。さらに伸び代がある会社だと思うので残念ですが、仕方ありません。

光通信 (全部売却)：各種 BtoB サービス。本社：東京都豊島区

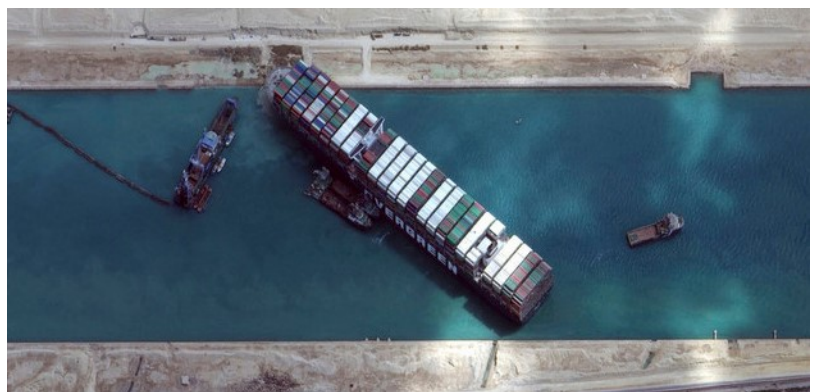
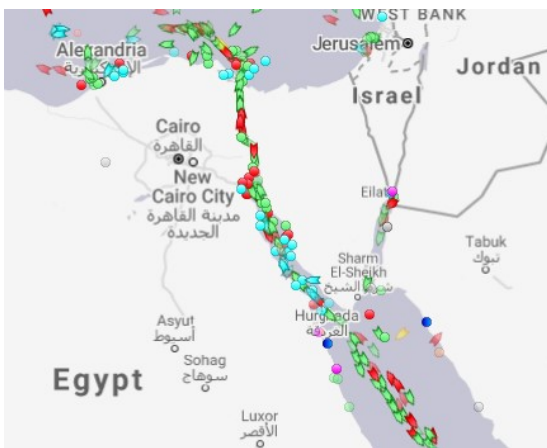
1月に、JEPX という日本電力卸売市場の価格が乱高下しました。光通信も電力小売り事業を行っていて、売上としては全社の10%と小さいのですが、利益へのインパクトがよく分からない。追加購入したようなより良いチャンスがあると考えて売却しました。2月に大半を売却しており、残りを3月に売却しました。

真実は小説より奇なり

コロナウィルスによるロックダウンから、早1年が経とうとしています。当初、すぐに収まるだろうという楽観的な風潮に対して、我が家では9月までは自宅待機を覚悟しようと話していました。十分に保守的な見通しだと思っていたのですが、まさか1年経ってもまだロックダウン状態で、小学校がオンライン対応した以外、特に何も変わっていないような気がするという事実には驚かされます。以下はカナダの新規陽性者数推移ですが、第1波は仕方ないとして、第2波で陽性者数が上がってきたら早めのロックダウンが必要だと学ばなかったのでしょうか？さらに現在の第3波に至っては弁解の余地がないように思います。「イースター休暇の予定は立てないように」と呼び掛けている政府に対して、自分たちの対応が遅いだけなんじゃないですか、と言いたいです。小説や映画でも、同じ危機が起きて3回目くらいにはうまく対応し始めますよね。そうしないと、読者も飽きてしまいます。現実のカナダのコロナ対策は、同じ作品を3回見せられている気分で、食傷気味でうんざりしています。



3月23日にスエズ運河でコンテナ船が座礁して、3月29日まで7日間に渡って、世界の主要航路の一つが塞がってしまいました。Marinetraffic.comというサイトで、世界中の船舶の現在位置を見ることができます。これを見ていると、船が血管を流れる赤血球に見えてきます。主要血管が詰まって脳梗塞になったようなイメージでしょうか。座礁している写真を見る限りはかなり水幅が合ったように見えたので、それでも史上初めての事故が起きたことも驚きですし、わずか1週間で解消できてしまう人間の知恵にもまた驚かされます。



1年前に、コロナウィルスで1年後もロックダウンしているし、スエズ運河が通れなくなっているだろうと聞いて、誰が信じたでしょう。にわかには信じられないようなことが次々起こってしまう現実世界は本当に面白いです。

長友

2021年4月1日@トロント