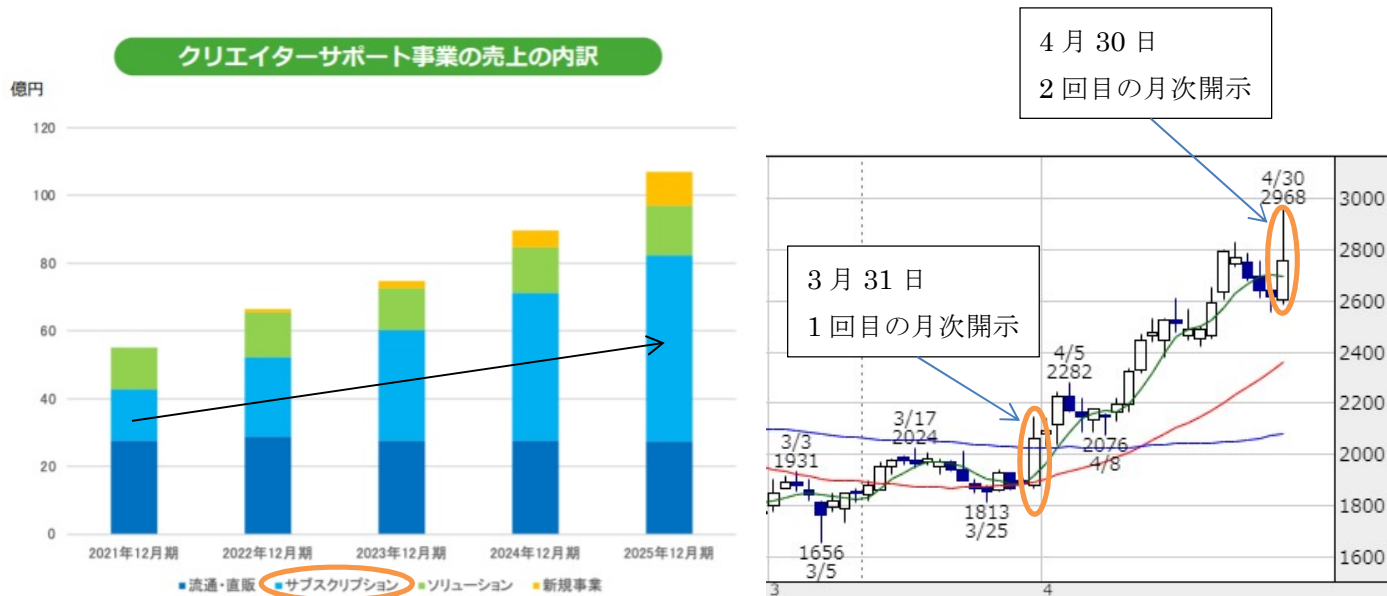


下図は 2020 年 11 月 6 日に開示された中期経営計画からの抜粋です。水色のサブスクリプション売上が成長ドライバーであることが一目瞭然です。5 年間で平均 40% 以上という非常に高い売上成長計画ですが、過去の業績がパッとしない会社ですから、投資家は「こんな達成できるの？」と疑心暗鬼になります。契約数が月次開示されたことで、足元の進捗状況が分かるようになりました。5 年先なんて正直誰にも分かりませんが、とりあえず今年のサブスクリプション売上成長率は +100% と中期経営計画で想定されている +80% を超える可能性が高いことが分かります。こうした短期業績達成への安心感から足元で株価が上昇しているように感じます。株式市場を動かす人間の心理は、常に欲望と恐怖の間を振り子のように揺れ続けています。好調な月次が続くと、「中期計画、強気すぎない？」という疑心暗鬼が、逆に「中期計画、弱気すぎない？」とガラリと変わるフェーズがやってくるでしょう。



Madara (追加購入) : オーガニック化粧品。本社 : ラトビア

出来高が少ないため、毎日コツコツと買い集めています。2020 年 9 月 11 日に買い始めたとき 11 ユーロだった株価は、22 ユーロまで 2 倍になってしまいました。2020 年 9 月 11 日から 2021 年 4 月 30 日までの取引日数は 159 日で、全取引高は 51,037 株。1 日平均 321 株と、1 株 22 ユーロ換算でも約 90 万円しか取引がありません。

4 月 27 日に 2021 年 1~3 月期の売上速報が開示され、前年比 +38% と好調が続いています。特に EC 売上が前年比 +100% と絶好調で、全社売上の 45% を占めるまで拡大しました。成長率が高い EC 比率が高まることで、全社としての成長率が高まっていく可能性が高いと思います。Madara はラトビア以外では直営店舗がありません。例えばドイツで他社の小売店舗を通して販売していた化粧品をラトビアから EC 直販できるとなると、売上が上がることはもちろん、小売りマージンが省かれ利益率も改善します。商品に競争力があり、ネット戦略に成功して EC 比率が高まる会社にとって、コロナ禍は強烈な追い風になっていると感じます。

次ページに、Madara と大手化粧品会社 3 社 (仏 L'Oréal、米 Estée Lauder、資生堂) の四半期売上を比較しています。現在 Madara の売上は世界最大の L'Oréal の 1500 分の 1 しかありませんが、成長率の差は目を見張るものがあります。L'Oréal の世界シェアは既に 13% もありますから、ここから大きく伸ばすのは至難です。Madara は成熟市場と考えられているヨーロッパで高成長を続けています。10 年後、どうなっているのでしょうか？ Madara が 10 倍に成長しても、売上は L'Oréal の 200 分の 1 以下でしょう。大きな成長余地が残っていて楽しみです。

Madara	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03
Sales (mn EUR)	2.6	3.0	2.7	3.3	3.2	5.0	4.0	3.8	4.5
Latvia	0.8	0.7			1.0	1.3			1.3
Europe	1.7	2.1			2.0	3.5			2.8
Others	0.1	0.2			0.2	0.2			0.4
%YoY	6%	36%	16%	27%	25%	66%	50%	17%	39%
Latvia					38%	81%	40%		24%
Europe					18%	67%	54%		40%
Others					38%	14%	44%		118%

Loreal	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03
Sales (bn EUR)	7.6	7.3	7.2	7.9	7.2	5.9	7.0	7.9	7.6
W. Europe	2.2	2.0	1.9	2.1	2.0	1.6	1.9	2.0	2.0
N.America	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.5	1.9	1.7	1.8
Asia Pacific	2.4	2.2	2.3	2.8	2.3	2.1	2.2	3.1	2.8
Others	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0
%YoY	11%	10%	11%	11%	-4%	-19%	-2%	0%	5%
W. Europe	2%	2%	4%	3%	-8%	-24%	-1%	-4%	0%
N.America	9%	4%	4%	1%	-3%	-24%	-2%	-7%	-2%
Asia Pacific	30%	30%	27%	33%	-3%	-4%	-2%	12%	19%
Others	1%	1%	8%	4%	-4%	-35%	-5%	-11%	-2%

Estee Lauder	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03
Sales (bn USD)	3.7	3.6	3.9	4.6	3.3	2.4	3.6	4.9	
Americas	1.2	1.1	1.2	1.2	0.9	0.5	0.9	1.0	
EMEA	1.6	1.6	1.7	2.1	1.5	1.0	1.5	2.0	
Asia Pacific	1.0	0.8	1.1	1.3	0.9	0.9	1.1	1.8	
%YoY			11%	15%	-11%	-32%	-9%	5%	
Americas			-6%	1%	-23%	-54%	-25%	-15%	
EMEA			17%	18%	-6%	-40%	-8%	-2%	
Asia Pacific			24%	29%	-4%	12%	9%	35%	

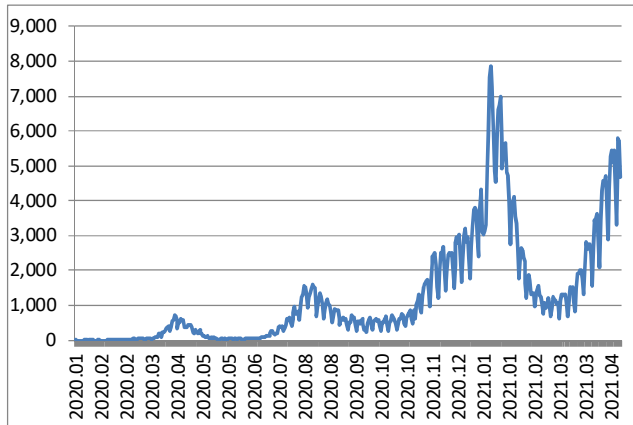
Shiseido	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03
Sales (bn JPY)	274	291	282	285	227	191	236	267	
Japan	109	113	114	96	86	65	76	76	
China	53	55	51	58	45	55	55	81	
America	28	36	29	31	23	13	29	26	
Europe	25	23	28	42	20	15	25	34	
Others	60	64	60	59	53	43	50	51	
%YoY	4%	8%	3%	-1%	-17%	-34%	-16%	-6%	
Japan	-8%	-6%	12%	-16%	-21%	-42%	-33%	-21%	
China	15%	17%	7%	15%	-15%	1%	8%	40%	
America	-2%	17%	-19%	-18%	-16%	-62%	0%	-16%	
Europe	0%	6%	-1%	11%	-18%	-37%	-10%	-19%	
Others	29%	31%	0%	21%	-12%	-34%	-17%	-14%	

ミズホメディー（全部売却）：ウィルス診断機器と試薬。本社：佐賀県鳥栖市

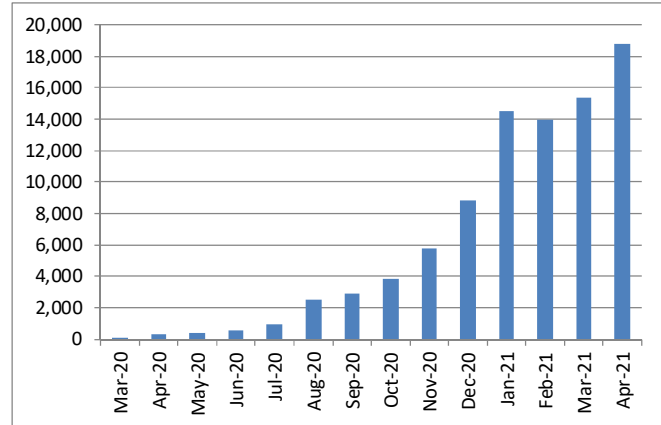
先月新規購入した、コロナウィルス PCR 検査機器+試薬メーカーですが、売却しました。1つ目の理由は、アークスパーク購入資金を作りたかったこと。2つ目は、本質価値の算出が難しいと感じたためです。コロナ禍がいつ終わるのか、私には分かりません。毎年ワクチン接種が必要になるのかもしれませんが、忽然と消えてしまうのかもしれませんが。コロナ禍の見通しがないと、PCR 検査数や業績予想もできません。現在のコロナ禍の進行状況を踏まえると、ミズホメディーの2021年12月期決算は相当な好業績が出るでしょう。純利益40~50億円は堅いと思います。しかし、現在の時価総額は370億円ですから、1年だけ特需で50億円の利益が出ても割が合いません。370 / 50 = 8年くらい続きますかと言われると、微妙です。売上も分からなければ、利益率にしても現在のPCR検査薬は特例で高い薬価が認められています。長期化して検査が一般化すればするほど、厚労省からの値下げ圧力もかかり利益率が低下するでしょう。最後の理由は、心理面です。ミズホメディーの業績進捗は、毎日厚労省が発表しているPCR

検査数を見てトレンドが確認できます。ミズホメディアーを保有してからというもの、検査数を確認する際に、「陽性者数が増えていますように」、「PCR検査数が増えていますように」と願っていることに気が付きました。コロナ禍が長期化すればするほど儲かる事業ですから当然です。普段の生活ではコロナ禍の悪影響を存分に受けながら、同時に長期化を願っている自分が嫌になってしまいました。トロントが再度ロックダウン強化を発表したことで感情的になった部分もあると思います。振り返ると、コロナ禍が長期化したときの保険と思って少量保有しておくというスタンスが合理的だったような気がします。

PCR検査陽性者数



医療機関PCR検査数 (1日平均)



(<https://www.mhlw.go.jp/stf/covid-19/open-data.html>)

Intellicheck (全部売却)：運転免許バーコード承認。本社：アメリカ

2020年11月に1株8ドル台で購入開始しました。2月には15ドル台にまで急騰して自信満々に。この時点で3年後の本質価値に達していましたが、成長余地があるし税金払いたくない、と売らない理由を考えているうちに、3月下旬に8ドル台に逆もどりしてしまいました。時価総額100~200億円の小型株の値動きはこんなものです。ソフトクリエイト(3371)に続く、ブーメラン銘柄(株価2倍以上になってから、株価が元に戻ってしまうこと)になってしまいました。この会社の成長にいくつか懸念点があったまま保有していたので、株価下落で我慢できずに売ってしまいました。アートスパークで投資家心理の振り子の例を出しました。Intellicheckに関しては自分自身が、株価が高いときには欲望が強くなってリスクに目をつぶり、逆に株価が下がってくると不安になって問題点が目に着くという、悪いサイクルに入ってしまった。株価が下がって周りがパニックしている状況でチャンスに目を向け、株価が上がって周りが浮かれている状況でリスクに目を向けるという、逆張り行動を目指します。

パークシャー・ハサウェイ年次総会

5月1日に、稀代の投資家ウォーレン・バフェットと右腕チャーリー・マンガーが率いるパークシャー・ハサウェイの年次総会が行われました(<https://www.youtube.com/watch?v=gx-OzWHpM9k>)。90歳と97歳のコンビが、4時間に渡って厳しい質問に答え続ける様子は圧巻です。2016年には現地オマハで参加する機会に恵まれましたが、その時は6時間の長丁場。聴衆の方が疲れてドンドン脱落していきました。彼らの成功の秘訣は、長いキャリアにあります。パークシャー・ハサウェイは平均年率20%リターンを55年続けることで、2万倍に成長しました。単年で年率20%を達成できる投資家は大勢いますが、55年続けられる人は皆無です。豊かな人間関係を作り、ストレスの少ない生活をして、正しいと信じることをやり続けてきた結果です。私もどうすれば今後30、40年と続けられるか。彼らのようなカッコいいお爺ちゃんになれるように頑張ります。

長友 2021年5月2日@トロント