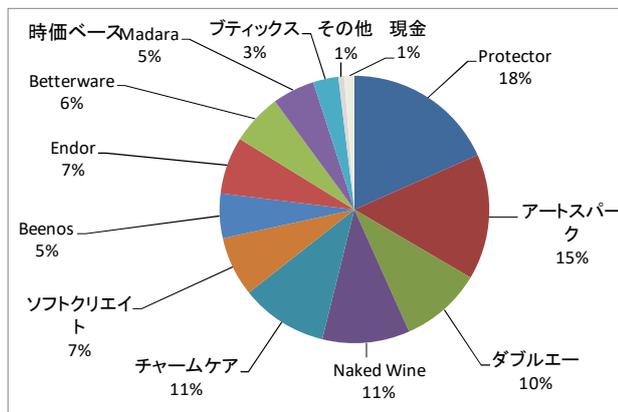
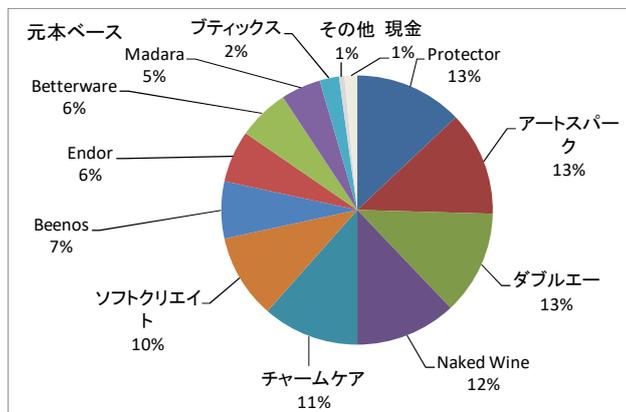
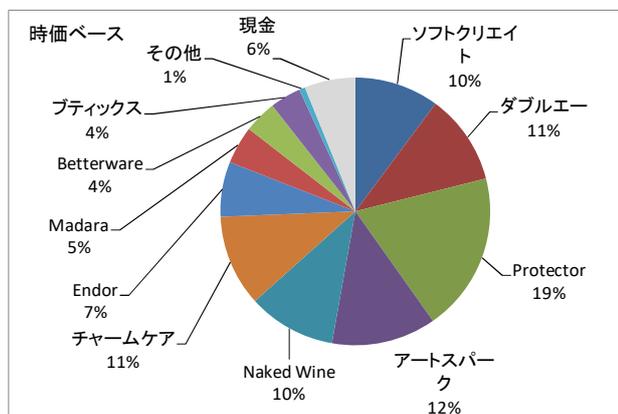
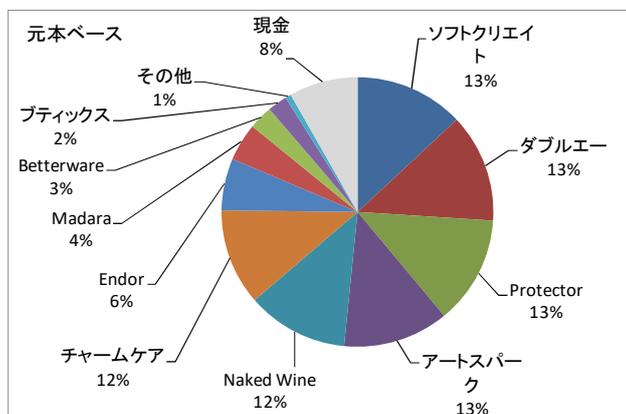


みなさま

2021年5月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、4月末のポートフォリオは以下の通りです。



いよいよ現金比率が少なくなってきました。これまでは投資対象が十分に見つからず、現金が余っている状況でした。今は新しく投資したい会社が継続的に見つかったので、限られた資金でいかに取捨選択するか、どの銘柄を売却して購入資金を作るのか、というこれまでにないチャレンジです。新しい段階に進めた気がして嬉しいです。

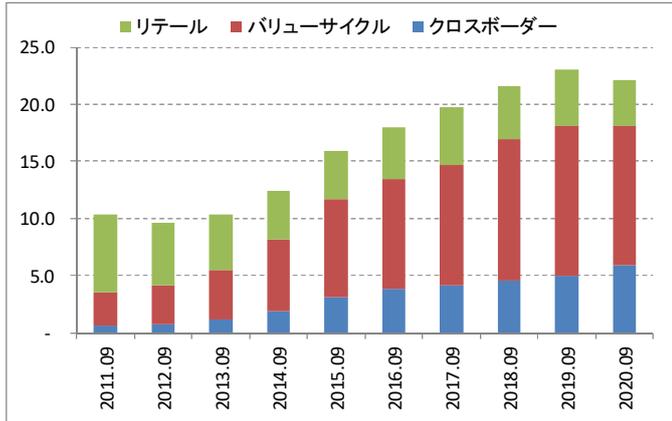
## 今月の取引

**Beenos (新規購入)**：越境 EC 支援。本社：東京都品川区

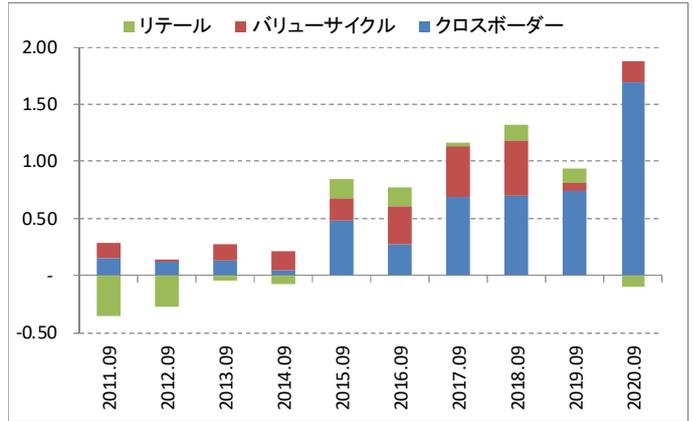
当社は 1999 年創業。各種 EC 事業に取り組みましたが、なかなか芽が出ませんでした。2007 年に日本に居ながら米国最大手 EC オークションサイト eBay の商品が買えるセカイモン (sekaimon.com)、2008 年に日本の EC サイトで購入した商品を海外転送する tenso (tenso.com)、2012 年に日本の EC サイトでの代理購入サービス Buyee (buyee.jp) と越境 EC に軸足を移して成長路線に乗りました。現在は Buyee が主要事業になります。Amazon、楽天、ヤフオク、zozotown、メルカリなど、日本の主要 EC サイト 2000 以上から買い物ができます。

売上、利益の推移は以下の通りです。売上としてはブランドネット買取+オークション事業を行っているバリューサイクルが大きいですが、利益を見るとクロスボーダー（越境 EC）事業が稼ぎ頭と分かります。

セグメント別売上（10億円）



セグメント別営業利益（10億円）



個別株投資を始めて 10 年、投資スタイルは常に進化しているつもりです。最近の気付きは、「競争優位性が拡大していること」の大切さです。競合他社に対して、リードが広がっているのか、という視点です。例えば、1 億円で A 社と B 社が売りに出ています。A 社も B 社も業界トップシェアで、2 社の財務諸表が瓜二つの場合、どちらを買うべきでしょうか？A 社は競合に対してさらにリードを広げているが、B 社は新興企業 C 社に猛烈に追い上げられていると分かれば、当然 A 社になります。これまでの私は、現在までの業界シェアの推移と背景を調べるようにしてきました。しかし、今後の競争優位性の見通しについて、十分に意識を向けていませんでした。

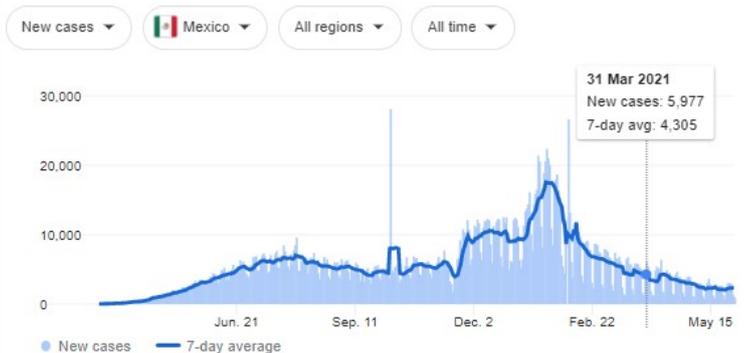
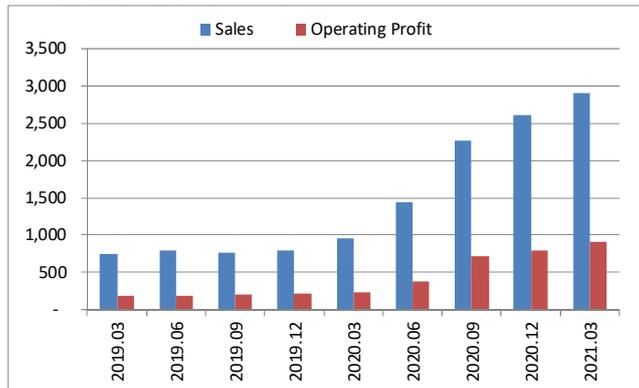
ある企業について今後 10 年に渡って競争優位性が拡大し続けると確信を持つことは、残念ながらかなり難しいです。技術革新や規制緩和により、常に新しい競合が登場するのが資本主義自由競争の掟です。長期間競争優位性を拡大している稀有な企業群の一部に、“Scale Economy Shared”という特徴があります（より詳しく知りたい方は、Nick Sleep という投資家が書いた the Nomad letters を読むことをお勧めします）。例えば Amazon は、まず送料無料キャンペーンなど赤字覚悟で物量を増やします。物量が増えると仕入れ価格が下がります。普通の企業であれば、販売単価を維持して仕入れ価格が下がった利幅の増加を利益増として計上します。しかし、Amazon は長期的な企業価値の最大化を目標に短期的利益を度外視していますから、仕入れ価格が低下した分、販売単価をさらに下げることでさらに物量を増やします。つまり、物量アップ → 仕入れ価格低下 → 販売価格低下 → 物量アップ・・・と無限ループが続くことで、競争優位性が連続的に拡大しています。今では Amazon が EC 物量#1。Amazon の成功をみて新規参入したくても、同じ物量が無い状態で太刀打ちすることはできません。私は Amazon を長く愛用していますが、販売価格が最低価格に近いという安心感があり、他のサイトと価格比較しないまま購入することが多いです。このように、競争優位性を持続的に拡大できる優れた事業には、私のような部外者でも直感的に理解できる成長への合理的な無限ループが組み込まれていることが多いです。

Beenos の場合はどうでしょう？越境 EC 利用者が支払う総額 = 商品価格 + 手数料 + 配送料です。どの業者を利用しても、商品価格と手数料（1 個 300 円）は同じですから、違いは配送料になります。Beenos は国内最大手なので、物流業者から最も安い配送価格を提示されています。顧客からの受取配送料と仕入配送料の差額（送料マージン）を一部利益としていますが、2021 年 3 月には北米への配送料最大 76%値下げを発表しました。他社より安い配送料を提示することでさらに物量拡大 → 仕入れ配送料低下 → 配送料値下げ → 物量拡大・・・という無限ループをイメージすることができます。競合他社は同じ配送料を提示する必要があります。しかし、Beenos ほど物量がないため、仕入れ配送料が高くなり、利益を削って投資を続けることになり長期戦には耐えられない可能性が高いです。

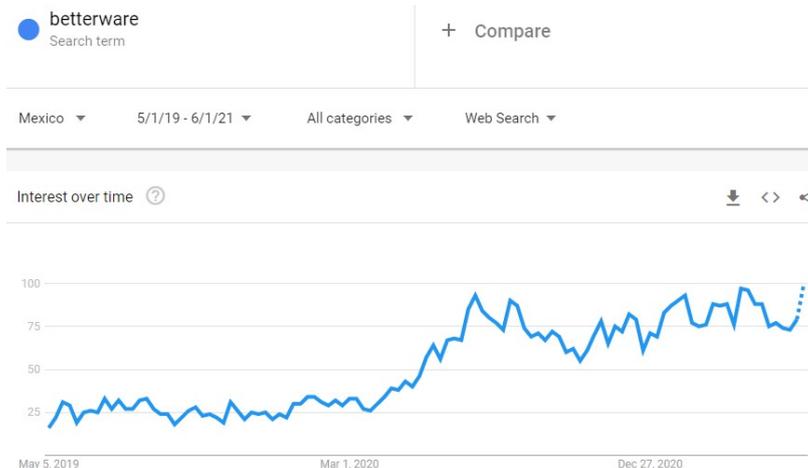
EC 普及率が上がり、越境 EC 市場も成長が続く可能性が高いです。配送料がさらに低下し、EC の中では国境という概念が薄れていくでしょう。しかし、物理的な国境が残っている以上、関税手続きや外国語書類作成など手間のかかる国際物流業務が残ります。日本の越境 EC インフラとして、Beenos の役割が大きくなると期待しています。

### Betterware (追加購入) : 日用品通販。本社 : メキシコ

四半期業績推移 (百万メキシコペソ)



メキシコの最大手通販企業です。5月7日に第一四半期(1-3月)が発表されました。上図で分かる通り、コロナ感染によって2020年4~6月から需要が急増しました。2021年1~3月はメキシコでもコロナ感染が広がっていたため、巣ごもり需要が継続していたようです。4月以降は新規感染者数が落ち着いているので、気になるのはコロナ禍が終わったときの需要水準です。Google Trend というサイトで、検索頻度を時系列で調べることができます。メキシコでの Betterware の検索数の推移は以下の通り、最近の新規感染者数減少にも関わらず、同等以上の頻度で検索されているようです。コロナ禍での一過性需要で終わらず、検索頻度が過去水準を上回ってくると面白くなります。



### Madara (追加購入) : オーガニック化粧品。本社 : ラトビア

相変わらず流動性が少ない中、コツコツ買い増しています。

### ソフトクリエイト (一部売却) : EC サイト構築。本社 : 東京都渋谷区

日本で大型 EC サイト構築トップ企業で、ABC マート、ワークマンなど有名ブランドの EC サイトを手掛けています。小売企業なら EC 投資するしかないという追い風環境ですから、5月11日に順調な2021年3月期決算を発表しました。この会社は決算説明会を開かず、決算説明資料すらありません。なぜ株主との対話を軽視するのか分かりませんが、個人投資家のみならず、機関投資家の友人がアプローチしても同様に冷たくあしらわれたそうです。

決算説明資料は、財務諸表からでは分かりにくい競争優位性の推移についてヒントを得る貴重な資料です。提出義務がある決算短信や有価証券報告書はフォーマットが指定されているため、十分に会社の考えが伝えられません。決算説明会や資料はそこを補う大切な道具だと思うので、投資家に説明する機会を自ら放棄するソフトクリエイトの姿勢には納得がいきません。株価が順調なときはまだしも、株価が下がっているときに保有し続ける自信を持つことが難しいと考え、**Beenos** 購入資金捻出のために売却を始めました。

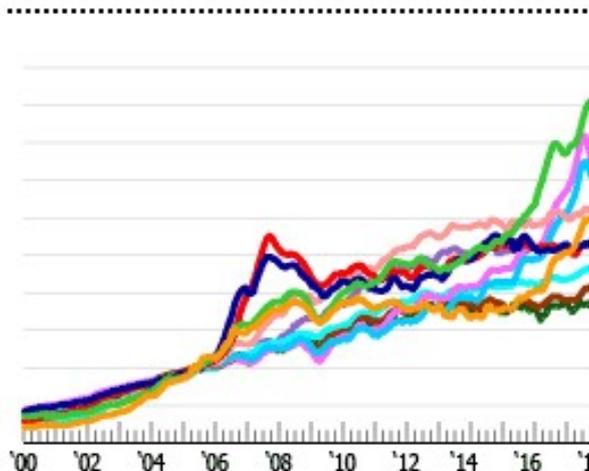
ダブルユー (一部売却) : 靴 SPA。本社 : 東京都渋谷区

ダブルユーは競争優位性が拡大している自信がありますが、**Beenos** 購入資金を作るために元本ベースで **12.5%** を超えていた部分を一部売却しました。**Protector** も **12.5%** を超えています、含み益が少ないダブルユーを売ることにしました。

## カナダの住宅事情

カナダに来て驚くのは、住宅価格の高さです。コロナ禍で都心マンションから庭がある郊外戸建への引っ越し需要が急増。中央銀行によるゼロ金利政策で住宅ローンが安くなったことで火に油が注がれ、コロナ前後を比べると、**2021年2月**に全国平均成約価格は年率 **25%** 上昇したそうです。リーマンショックでもカナダの不動産価格は大きく下がらず、移民流入が続く見通しから、カナダ人の多くは不動産価格が上がり続けると信じています。下図は主要都市の不動産価格推移ですが、トロントやバンクーバーと言った主要都市では、**2006年**から**15年**で**3倍**になっています。年率 **8%** 近い上昇率で、さらに借入によってレバレッジを掛けられるため、不動産投資が人気なもの納得です。現在トロントでは、そこかしこで「for sale」という看板を見かけます。自宅の売却益が非課税、相続税がない、という制度も手伝って、不動産オーナーはウハウハです。カナダの不動産市場は透明性が高く、誰でも過去の成約価格を調べることができます。以下の通り、**2016年6月**に**143万ドル**で購入した物件が、月額**3200ドル**、**2019年**から月額**3900ドル**で賃貸に出されたことがわかります。今回**4500ドル**で募集しているということで、**5年**で家賃を**40%**上げてくる強気相場です。結果としてカナダの若者は住宅価格頭金**20%**を払えず親に助けをもらい、多額の住宅ローンを抱えて収入の**50%**以上をローン返済に充てているそうです。バブル崩壊後の日本で育っているとなかなか分からない感覚ですが、みなさんご存知のように格差拡大を助長する中央銀行の政策は大嫌いです。

## House Price Index



## Listing History

Buy/sell history for 165 Glenforest Rd, Toronto (Detached)

Date Start	Date End	Price	Event
2021-05-20		\$4,500	For Lease
2019-04-29	2019-05-01	\$3,900	Leased
2019-03-02	2019-04-29	\$3,950	Terminated
2016-10-08	2016-10-25	\$3,200	Leased
2016-09-17	2016-10-08	\$3,650	Terminated
2016-09-02	2016-09-17	\$3,950	Terminated
2016-06-08	2016-06-13	\$1,430,000	Sold