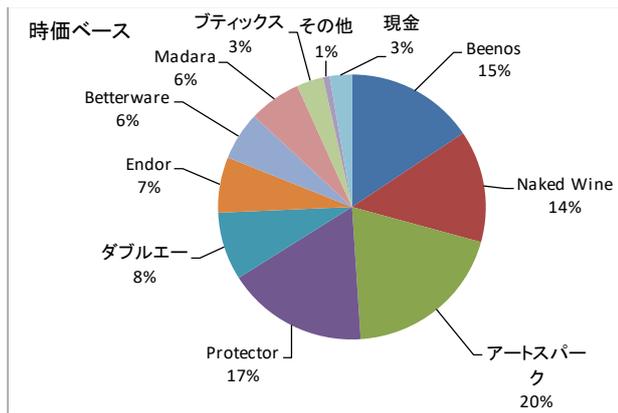
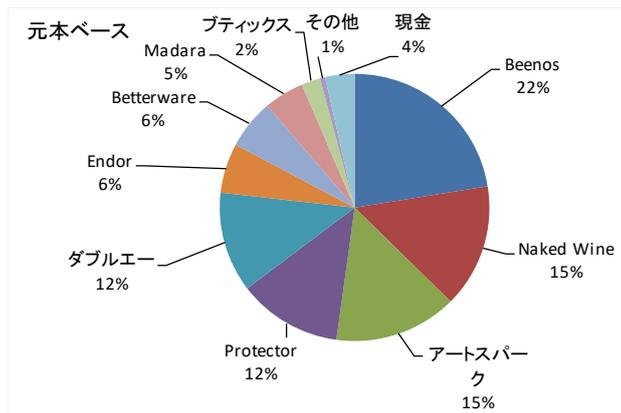
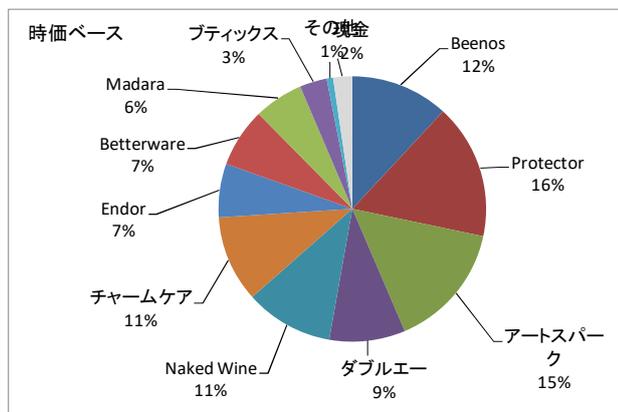
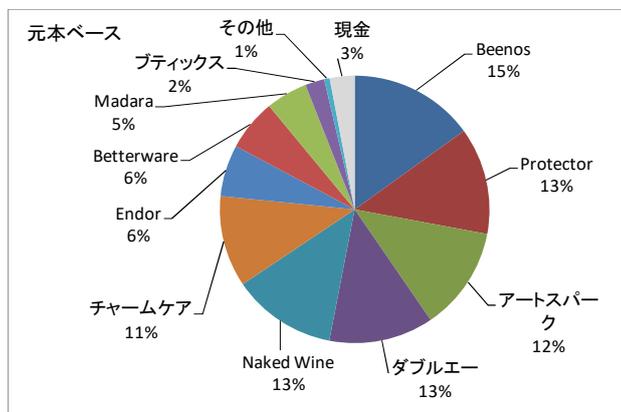


2021年7月末のポジション報告をお送りします。



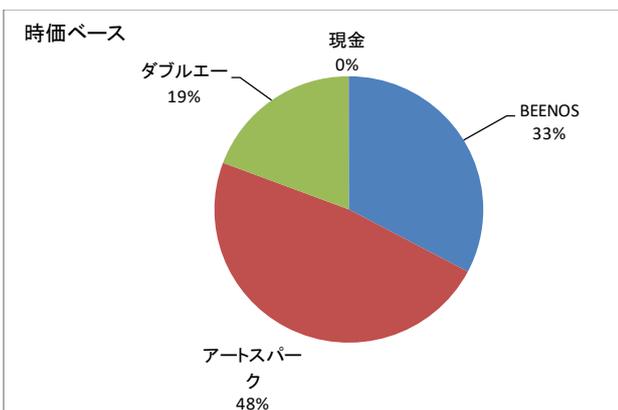
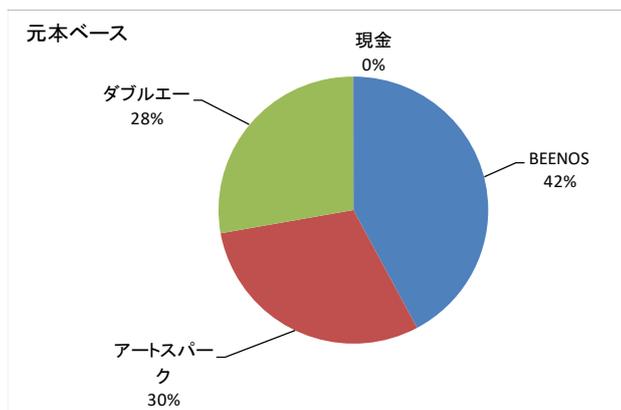
比較のため、6月末のポートフォリオは以下の通りです。



保有銘柄詳細

銘柄コード	会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	為替損益	評価損益	時価ベース比率	3年後価値予想	対時価	年利換算	7月の取引
3328	BEENOS	越境ECサポート	日本	3,492	22%	3,260	0%	-7%	16%	8,401	158%	37%	追加購入
	Naked Wines	ワインEC	イギリス	7.48	15%	8.79	5%	23%	14%	19	114%	29%	追加購入
3663	アートスパーク	漫画作成ソフト	日本	543	15%	971	0%	79%	20%	1,907	96%	25%	追加購入
	Protector	損害保険	ノルウェー	51	12%	91	4%	84%	17%	163	79%	21%	
7683	ダブルエー	靴小売	日本	3,110	12%	2,860	0%	-8%	8%	7,703	169%	39%	
	Endor	ゲーム機器	ドイツ	130	6%	185	6%	51%	7%	218	18%	6%	
	Betterware	ネットワーク商材	メキシコ	32	6%	43	0%	31%	6%	66	54%	16%	
	Madara	化粧品	ラトビア	17	5%	29	6%	76%	6%	49	69%	19%	
9272	ブティックス	展示会	日本	881	2%	1,716	0%	95%	3%	3,064	79%	21%	
	その他				1%				1%				
	現金				3%				3%				
6062	チャームケア	老人ホーム	日本										全部売却

母親ポートフォリオ



今月の取引

Beenos (追加購入)：越境 EC 支援。本社：東京都品川区

5月に新規購入した後、6月に引き続き7月も追加購入しています。現在の市場環境では、なかなか3年後の適正価値の半額で売っている会社を見つけることができません。そんな中、**Beenos**は(1)越境ECという成長分野にあり、(2)日本トップ企業で物量が一番多いため、スケールメリットを活かして輸送コストを下げ、さらに顧客獲得できるという勝ちパターンが明確で、(3)自分が考える3年後の企業価値に対しても割安、と3拍子揃った稀有な会社だと思っています。良いと思うアイデアにいくら投資すべきか、正解はありません。過去のポートフォリオを振り返ってみると、元本ベースで20%弱投資したことが2回ありました(2017年のハイアス、2018年のチャームケア)。この2社と比べると、**Beenos**は成長余地、競争優位性ともに定性的評価は上回っていると感じます。良いと思う投資チャンスは年に数回と滅多に見つからないので、元本ベースで20%以上の投資に挑戦してみました。

Beenosの適正価値はどのように考えるべきでしょうか？**Beenos**には、越境EC事業を行うグローバルコマースセグメント、実店舗でブランド中古品売買事業を行うバリューサイクルセグメント、エンタメ業界EC支援事業を行うエンターテインメントセグメントの3セグメントに加えて、ベンチャー投資持分という4つの価値があります。このうち、バリューサイクルとエンターテインメントは競争優位性が明確でないため、ゼロ価値と仮定します。グローバルコマースセグメントの価値はいくらでしょうか？下図の通り、KPIである流通総額は急増しています。これが一過性のコロナ特需だとする考え方もありますが、私はそうとは思いません。コロナ禍が追い風であったことは否定しませんが、その前から年率15%で成長していました。さらに、2019年11月にメルカリと業務提携したことで、海外ユーザーがメルカリ商品を購入できる唯一の越境ECプラットフォームとなりました。FY2020Q1からメルカリ効果が上乗せされていますが、Q2からコロナ禍特需も加わったために区別が難しくなっています。私は、越境EC市場そのものの成長とメルカリ提携効果で今後数年は20%増収できると考えています。

グローバルコマースの軸サービス：Buyee 

Buyeeの流通総額はYoY45.6%増で過去最高を継続更新



海外に住んでいると、日本の商品のコストパフォーマンスに驚かされます。過当競争とデフレが続き、厳しい消費者目線にもまれた結果、日本はグローバル比較で高品質のものが安価に売られている場所だと思います。そのしわ寄せが低賃金にくるなど問題も多いですが、国際的に競争力のある商品が多いことは事実だと思います。

流通総額が四半期ベースで 100 億円になるとして、年間 400 億円。流通総額の 20%が売上になるので、売上 80 億円。利益率 40%として営業利益は 32 億円。税引き後利益は 22 億円です。また、ベンチャー投資は含み益課税後で 160 億円あります。現在の時価総額は 430 億円ですから、ベンチャー投資を除くと $430 - 160 = 270$ 億円。つまり、越境 EC 事業が $270 / 22 = \text{PER}12$ 倍で評価されていることとなります。事業ポテンシャルや競争優位性と比較して、かなり割安だと思います。8 月 12 日に第 3 四半期決算が発表予定です。越境 EC の主要顧客であるアメリカや中国でコロナ禍が落ち着くなか、流通総額の推移に注目しています。

Beenos の直井社長のインタビューから、社風を感じ取ることができます。特に「今が創業期だと本気で思っている。」という言葉が力強いです。Amazon の“Day 1”という考え方に通じるものがあり、1980 年生まれの同年代社長を応援しています。

<https://beenos.com/blog/contents/5097/>

<https://beenos.com/blog/contents/5098/>

アートスパーク (追加購入)：漫画作成ソフト。本社：東京都新宿区

社名通りに株価がスパークしてくれています。購入から株価が 2 倍程度になりましたが、さらに 2 倍程度の上値余地があると考えています。3 年後の適正価格 1900 円に対して 50%割安の 950 円以下で追加購入しました。

主力製品クリップスタジオペイントを提供する子会社セルシス社長の成島さんのインタビュー。「社員のやることには、できるだけ口出ししません。なにか言えば、そのぶん、社員が考えなくなるので。社是（企業哲学）もなし。あると逆にしばられますから」。ちょっと拍子抜けするような面白い方です。天邪鬼な雰囲気は漂っています。

https://www.it-chiba.ac.jp/cit_news/media/koyu/alumnus/20190915.html

Naked Wine (追加購入)：ワイン EC。本社：イギリス（主要事業はアメリカ）

こちら希少な成長市場、競争優位性、割安と 3 拍子揃った会社なので買い増しました。Beenos 同様、コロナ巣ごもりによる一過性の特需だとする考え方があるようですが、私は違うと思っています。酒卸を中抜きすることで生まれるコストメリットが大きいので、コロナとは関係なく構造的に有利だと思っています。

Naked Wine と取引する 9 人のワイン醸造家のインタビューを聞いて、さらに理解を深めました。Naked Wine 主催のイベントという点を割り引かなくてははいけませんが、とにかく醸造家たちが嬉しそうだったことが印象的でした。酒卸を使うと、販促イベントに駆り出されて時間がかかる割には最終消費者との出会いがないそうです。Naked Wine はワイン愛好家とのコミュニティになっているので、フィードバックを得ることができ、やりがいにつながっているとのこと。ワイン醸造家がやる気になればなるほど、Naked Wine を通してしか買えない商品が増えるということですから、競争優位性の拡大に自信が持てます。

<https://www.youtube.com/watch?v=oxPgwLGHfPU>

チャームケア (全部売却)：老人ホーム運営。本社：大阪府

チャームケアは他の老人ホーム運営事業者に比べるとうまくやっていると思いますが、そこまで競争優位性があるのかと言われると良く分かりません。また、老人ホームは基本的に生涯 1 度しか利用しないものであり、リピーターになるものでもありません。より事業の質が高いと思われる、Beenos やアートスパーク、Naked Wine を追加購入する資金源としました。

久しぶりの会社員

私事ですが、8月中旬から就職することにしました。**Laurus Investment Counsel** というグローバル小型株運用をしている資産運用会社で、アナリストとして勤務します。友人の起業を手伝って以来、3年ぶりの会社員生活ということで、ちょっと緊張しています。今回は果たしてどれくらい続くのか、こうご期待。

就職する一番の理由は、カナダの永住権取得です。もともとは修士号を取得すれば永住権申請するルートを目指していたのですが、どうやらなかなか狭き門であることが分かってきました。もっとちゃんと調べてから引っ越せよ！という話なのですが、今さらどうしようもないので、リカバリー案が必要になりました。カナダで1年の就労経歴があれば相当楽になるということで、まずは自分か妻が会社を作って自分自身を雇用すれば楽勝かと思ったのですが、このような誰でも思いつく抜け道はやはりダメでした。就活するにも面接にすら呼んでももらえず・・・。8年間個人投資家やっていたとか普通に怪しすぎますからね。

そんな中、一社だけ面接してくれたのが **Laurus Investment Counsel** でした。小所帯なので、上司となる人物と社長とオンライン面接して、残念ながら落選。友人に会社を作ってもらって雇用してもらおうか、などと想像力逞しくしていたら、なんと内定を出した候補者が他社で働くことにしたので、もう一度面接しますかと敗者復活戦のお知らせ。こんなこともあるのかと驚きつつ、もう1人と面接して内定をもらうことができました。

グローバル小型株運用ということで、給料をもらってヨーロッパやアジアの会社を勉強できる機会と前向きに考えます。機関投資家に勤める一番の問題は、自己資産運用に規制がかかることです。まだ具体的にどのような制限がかかるのか分かりませんが、何らかの形でポジション報告は続けていきます。今保有している会社の多くは、3年間保有し続けて問題ないと思っています。短期売買が制限されることで、逆に運用成績が良くなってしまいかもかもしれません。

質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことで何でも意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2021年8月1日@トロント

月次リターン(税引前)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年次
2014(概算)													23.0%
2015(概算)													18.7%
2016	0.0%	0.0%	1.0%	-0.4%	1.5%	4.1%	1.1%	-2.7%	1.3%	4.9%	6.7%	6.3%	26.1%
2017	-2.8%	2.9%	13.5%	-9.6%	-1.6%	5.6%	1.7%	9.5%	11.0%	2.2%	11.5%	-2.9%	45.8%
2018	16.0%	-10.7%	3.5%	0.8%	-1.3%	-0.3%	1.5%	7.0%	5.5%	-6.3%	3.7%	-10.0%	6.4%
2019	5.9%	6.7%	-1.9%	1.7%	1.2%	0.6%	5.8%	0.6%	0.8%	7.7%	3.4%	5.9%	45.5%
2020	0.0%	-5.8%	-10.6%	7.9%	3.3%	4.5%	-3.0%	5.8%	2.9%	3.2%	2.9%	0.5%	10.5%
2021	4.2%	5.5%	9.5%	6.2%	-0.7%	0.6%	2.1%						30.3%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ	配当込TOPIX	TOPIX	配当込SP500	SP500
2014(概算)	23%	10%	8%	14%	11%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%
2017	46%	22%	20%	22%	19%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%
2019	45%	18%	15%	32%	29%
2020	11%	7%	5%	18%	16%
2021	30%		5%		17%
累計	498%	61%	46%	134%	138%
年率換算	27%	7%	5%	13%	12%
過去3年(年率換算)	20%	2%	0%	14%	12%
過去5年(年率換算)	26%	5%	3%	15%	13%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

