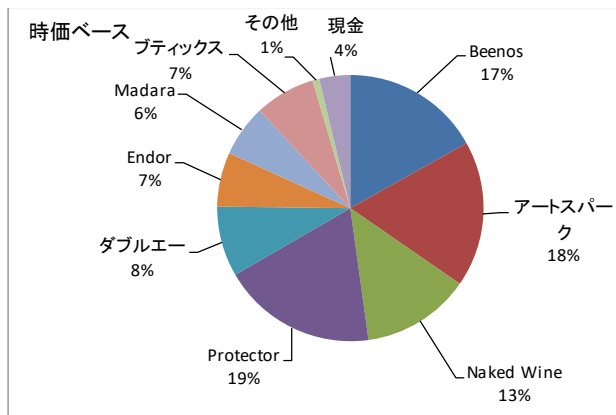
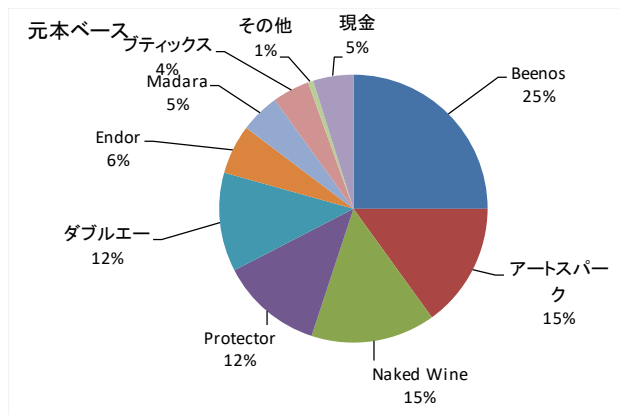
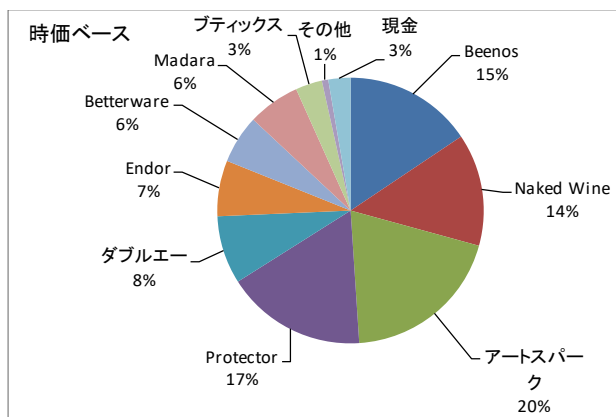
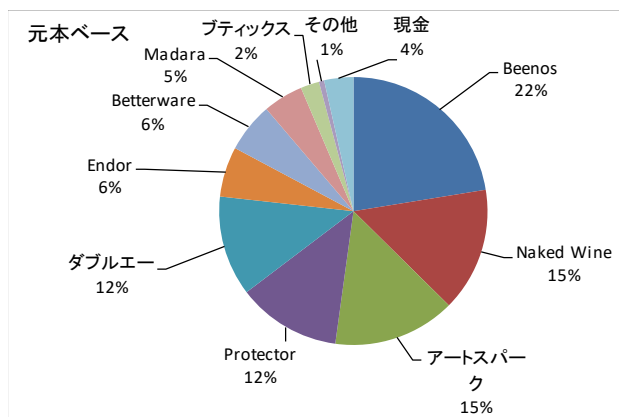


2021年8月末のポジション報告をお送りします。



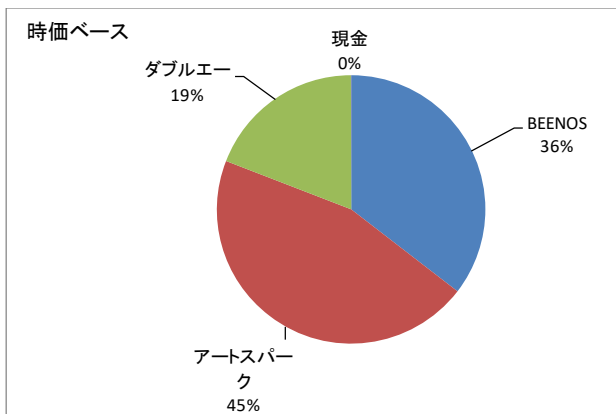
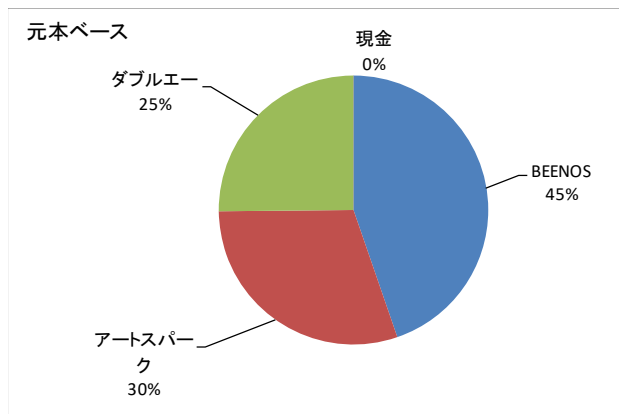
比較のため、7月末のポートフォリオは以下の通りです。



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	8月の取引
3328	BEENOS	越境ECサポート	日本	3,473	25%	3,095	0%	-11%	17%	9,480	206%	45%	追加購入
3663	アートスパーク Naked Wines	漫画作成ソフト	日本	549	15%	859	0%	56%	18%	1,699	98%	26%	追加購入
		ワインEC	イギリス	7.50	15%	8.40	4%	16%	13%	17	106%	27%	追加購入
		損害保険	ノルウェー	51	12%	98	6%	102%	19%	164	68%	19%	
7683	ダブルエー Endor	靴小売	日本	3,110	12%	2,941	0%	-5%	9%	4,888	66%	18%	
		ゲーム機器	ドイツ	130	6%	180	6%	47%	7%	220	22%	7%	
		化粧品	ラトビア	17	5%	29	6%	75%	6%	45	57%	16%	
9272	ブティックス その他	展示会	日本	1,292	4%	2,799	0%	117%	7%	4,844	73%	20%	追加購入
		現金				1%			1%				
	Betterware	ネットワーク商材	メキシコ										全部売却

母親ポートフォリオ



## 今月の取引

8月中旬からトロントの運用会社で働き始めました。個人での株式取引にどのような制限がかかるか分からない状態だったので、入社前にポジションを整理しました。

**Beenos (追加購入) : 越境 EC 支援。本社 : 東京都品川区**

### 1. 2021年9月期第3四半期の連結業績 (2020年10月1日~2021年6月30日)

#### (1) 連結経営成績 (累計)

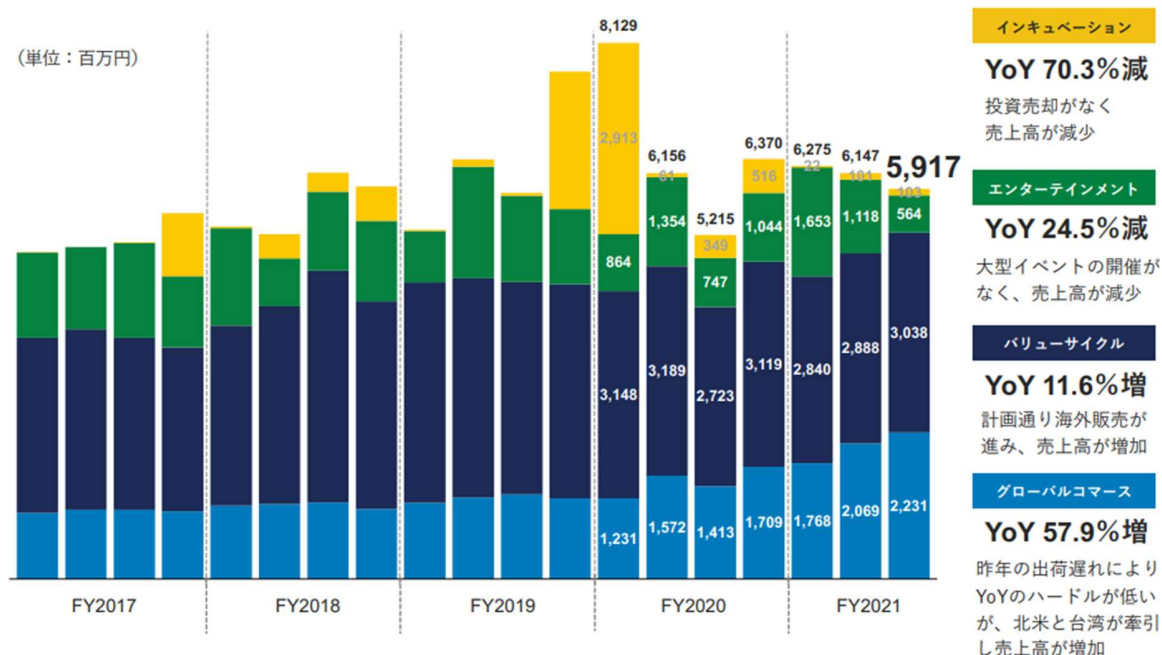
(%表示は、対前年同四半期増減率)

	売上高		営業利益		経常利益		親会社株主に帰属する 四半期純利益	
	百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%
2021年9月期第3四半期	18,341	△6.0	1,090	△60.5	1,065	△60.8	448	△74.8
2020年9月期第3四半期	19,501	11.1	2,756	—	2,718	—	1,784	—

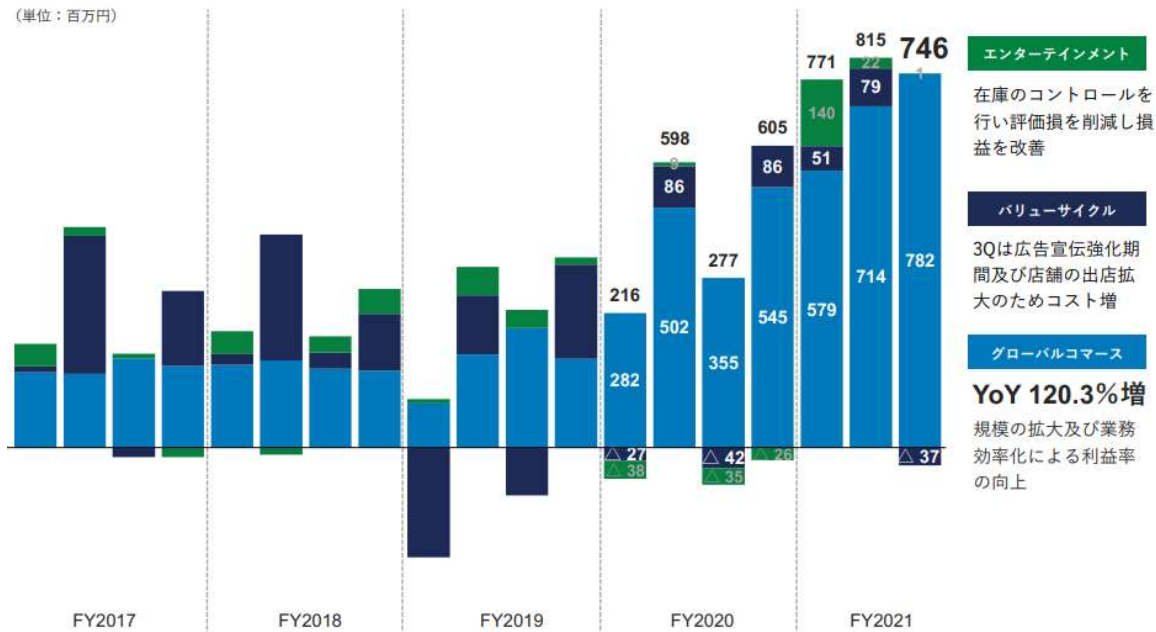
8月12日に第3四半期決算を発表しました。決算短信という業績資料の一番上に主要業績指標がまとめられています。一見すると、前年に対して売上6%減、営業利益は-60%減と散々な状況に見えますが、外見はひどいが、中身は意外と美味しいというパターンだと思っています。

日本企業の多くは3月決算なので、6、9、12月に四半期決算が集中してしまいます。8月上旬は多いと1日数百件の決算が発表されました。数が多いため、私を含めてほとんどの投資家は、まず決算短信の表紙を流し読みして、より詳しく中身を読むか決めます。何も知らない人がこの決算短信を見れば、間違いなくパスでしょう。

ほとんどの場合はこの時短方法で正しいのですが、一過性要因で業績がブレる場合があります。例えば、去年から今年にかけて大きな事業を売却した結果、残っている事業は好調だが、前年対比では減収減益に見えてしまうような場合です。**Beenos** はまさにこのケースです。昨年の業績にはベンチャー持分を売却した売上33億円と利益22億円が含まれています。これは明らかに一過性要因ですから、本業の状態を見るためには、この影響を調整する必要があります。残念ながら決算短信の1面の書き方は決まっていますから、そのような自由はないのです。私もこのように全社業績では大した変化がなさそうな会社の中に絶好調事業がある事例を何度も見落としています。



Beenos は全社で見ると売上横ばいに見えながら、実は構成が大きく変わって、グローバルコマース（越境 EC）が伸びていることが分かります。グローバルコマース事業は利益率が高いため、昨年の売却利益を除いてみれば、下図のように全社の利益を押し上げる結果になっています。私も友人に教えてもらって、決算説明資料を読むまで、Beenos で起こっている変化に気が付きませんでした。



事業の変化が多く投資家から隠れているような気がします。いくら私が個人的に評価したところで、実際に決算短信の業績数値に反映されるようになるまでは、株価はなかなか反応してくれないのかもしれませんが、もしくは、越境 EC の好調そのものがコロナ禍からの一過性である可能性も否定はできません。その場合は、外見も中身もいまいちという大変に残念な結果になってしまいますが、そうではない可能性が高いと思っています。仮にグローバルコマースセグメントの成長が止まり、全社の営業利益が年間30億円、税引き後利益が20億円とします。ベンチャー持ち分が200億円あるので、現在の時価総額400億円-200億円で事業価値は200億円です。成長産業である越境 EC 分野で日本トップの会社が年間利益の10倍 (PER 10x) で買えるというのは、安い話だと思います。越境 EC に詳しい方がいましたら、ぜひお考えを聞かせてください。

**Betterware (全部売却) : ネットワーク商材販売。本社：メキシコ**

コロナ禍でうろたえる中、ブログやツイッターで見つけた投資家のアイディアに便乗したアイディアでした。そもそもメキシコの事情が良く分からない上に、金利が高い国で投資することは難しいと感じて売却しました。

事業価値を教科書的に算出するには、DCF (ディスカунテッド・キャッシュ・フロー) という方法を使います。例えば、今後10年にわたって、確実に毎年100万円利益が出る事業があったとして、いくらで買いますかという話です。金融は機会コストの世界なので、その事業以外の投資先と比べます。確実な投資先の代表は日本国債がありますが、金利は10年でわずか0.035%。この金利で将来価値を現在価値に戻します。日本にいとゼロ金利が当たり前ですが、世界、特に新興国にはまだまだ金利があります。メキシコ10年国債は7.1%、先日 Kaspi という企業を見ていたカザフスタン10年国債は9.67%もあります。それぞれの金利水準で10年間100万円の事業価値を求めると、次ページのように998万円から623万円まで、大きく差がある結果になります。

日本										
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
将来価値	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
割引率	1.000	1.001	1.001	1.001	1.002	1.002	1.002	1.003	1.003	1.004
10年国債金利	0.035%									
現在価値	100.0	99.9	99.9	99.9	99.8	99.8	99.8	99.7	99.7	99.7
合計価値	998									

メキシコ										
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
将来価値	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
割引率	1.072	1.148	1.231	1.319	1.413	1.515	1.623	1.739	1.864	1.998
10年国債金利	7.164%									
現在価値	93.3	87.1	81.3	75.8	70.8	66.0	61.6	57.5	53.6	50.1
合計価値	697									

カザフスタン										
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
将来価値	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
割引率	1.097	1.203	1.319	1.447	1.586	1.740	1.908	2.092	2.295	2.517
10年国債金利	9.668%									
現在価値	91.2	83.1	75.8	69.1	63.0	57.5	52.4	47.8	43.6	39.7
合計価値	623									

最近は、新興国の企業が先進国の株式市場に上場するケースが増えています。例えば、メキシコの **Betterware** はアメリカに上場していますし、カザフスタンの **Kaspi** はロンドンに上場しています。同じ証券取引所で取引できるからと言って金利環境の異なる国の企業を **PER** だけ比較して割安割高と判断するのは、短絡的だと思っています。

## サラリーマン生活

8月中旬から久しぶりにサラリーマン生活をしています。オフィスは一等地の **39** 階にあり、見晴らしは最高です。新オフィスに引っ越した途端にコロナ禍で出社できなくなったそうで、「7年賃貸契約なんだよね・・・」と社長がぼやいています。仕事をするのはオフィスでもリモートでもどちらでも良いと柔軟な体制で、仕事内容も個人投資家と大差ないので、あまりストレスなく仕事できています。普段は個々人がそれぞれ調べ物をして、週に何回か意見交換するスタイルですが、これまでも個人投資家の友人と意見交換してきたイメージと近いです。自宅と違って人気のないオフィスは実に静かで、集中できる気がしています。自宅で働いていたときは毎日昼寝していたので、昼食後の眠気対策が必要です。オフィスの近くで昼寝できる場所を探さないといけません。

運用に関しては、機関投資家は色々と縛りが多くて大変だなと感じます。資金の出し手は四半期運用報告にコンサルタントを雇うそうで、根ほり葉ほり質問されるそうです。そんな事情から、時価総額の縛りはもちろん、流動性がどうか、業種の偏りはどうか、文句を言われぬようなポートフォリオをするのに一苦勞しているようです。個人的には、割安な株式を探すだけで十分に難しいと思っているので、さらにハードルを並べてどうするのかなという感じですが、しばし見学してみます。フィデリティの伝説ポートフォリオ・マネージャーであるピーター・リンチさんも言っていますが、「個人投資家は圧倒的な優位性がある」と実感しています。

## 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。投資関連のことでも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。

### 質問1：ESG投資について、個人投資家として意識していることはありますか？

特にありません。ESGが要求していることは、優良企業が既に実践していることが多いと思います。例えば、強い事業を作るためには人材が必要で、優秀な人材を引き付けるためには処遇改善が必要です。eBaseという企業の理念が好きなのですが、「貢献なくして利益なし、利益なくして継続なし、継続なくして貢献なし」。貢献、利益、継続がバランスよく回っている状態こそESGが満たされている状態だと考えています。

### 質問2：VOOについてはどう思いますか？

VOOというのは、バンガード社というアメリカの大手運用会社が提供するS&P500に連動する投資商品です。SBI証券でも楽天証券でも買えます。S&P500というのは、アメリカに上場している企業の時価総額トップ500社を集めた株価指数で、アメリカ市場全体の時価総額の80%をカバーしています。アメリカ市場が世界の時価総額の50%以上を占めていることを考えれば、VOOは世界を代表する企業に手軽に投資できる金融商品ということになります。運用手数料も年間0.03%と信じられないくらい安く、毎月決まった額を積み立て投資していく王道パッシブ投資にはピッタリの商品だと思います。投資の神様、ウォーレン・バフェットさんも、「私がなくなったら、妻の遺産の90%はVOOに投資し、10%は短期米国債に投資するように指示している」と公言していますので、間違いのない選択でしょう。

日本の上場企業で構成されるTOPIX指数の過去5年間リターンが年率5%に比べて、S&P500指数の過去5年間リターンは年率15%とぶっちぎりです。福利効果で2倍近い差がついてしまっています。日本の時価総額トップ5はいまだにトヨタ自動車やNTTがいますから、IT大手が上位を占めるS&P500に負けるのは当然でしょう。私が個人投資家として意識しているのは、S&P500指数です。誰でもお手軽にほぼ無料で近く投資できる訳ですから、個人投資家として手間暇かけて個別株を選んでいるからには、S&P500指数に勝つことが最低目標になります。

ご質問ありがとうございました！

長友 2021年9月2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%	-0.4%					29.8%

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%		9%		20%
累計	496%	61%	51%	134%	145%
年率換算	26%	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)

