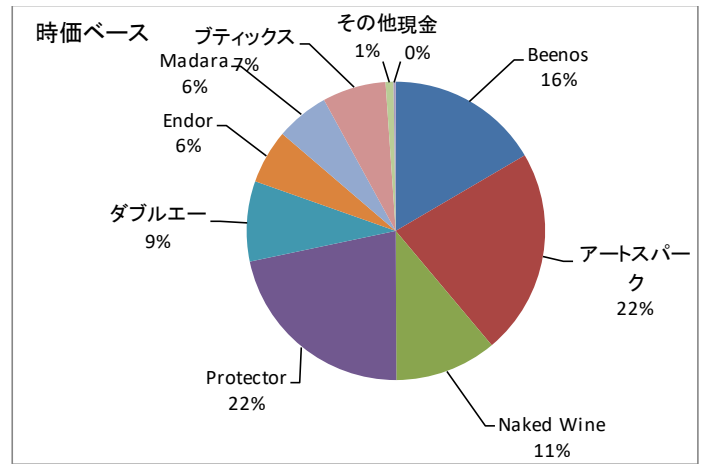
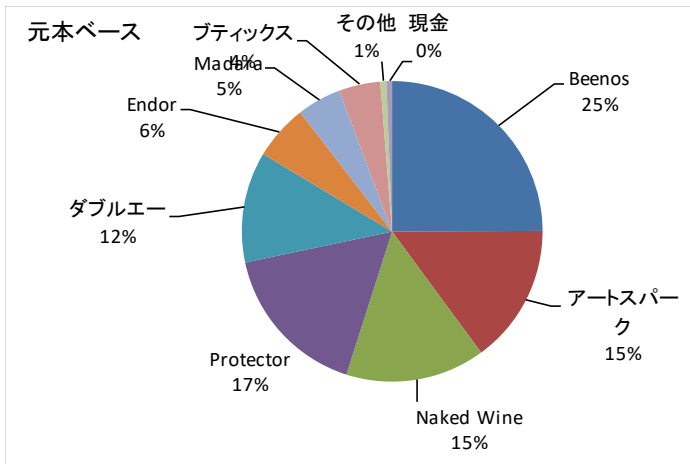
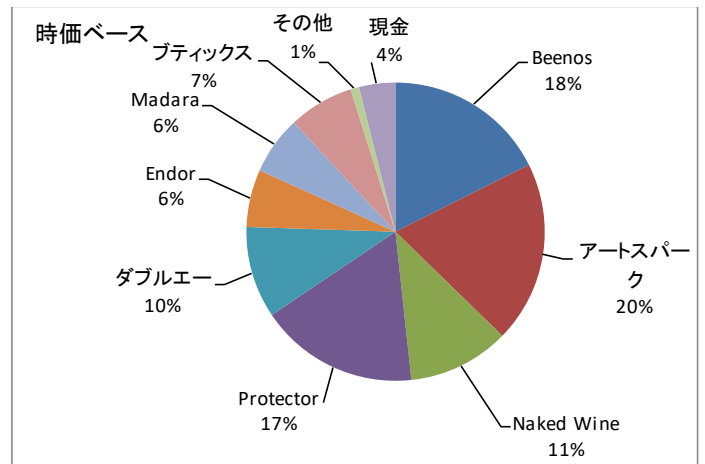
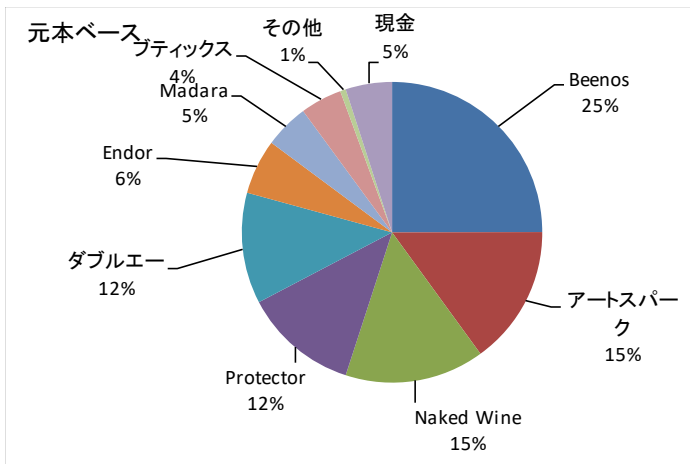


2021年10月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、9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	10月の取引
3328	BEENOS	越境ECサポート	日本	3,473	25%	3,305	0%	-5%	17%	7,295	121%	30%	追加取得
3663	アートスパーク	漫画作成ソフト	日本	549	15%	1,176	0%	114%	22%	1,601	36%	11%	
	Naked Wines	ワインEC	イギリス	7.50	15%	7.42	7%	6%	11%	19	155%	37%	
	Protector	損害保険	ノルウェー	59	17%	98	13%	86%	22%	202	106%	27%	
7683	ダブルエー	靴小売	日本	3,110	12%	3,260	0%	5%	9%	6,432	97%	25%	
	Endor	ゲーム機器	ドイツ	16	6%	21	7%	42%	6%	30	42%	12%	
	Madara	化粧品	ラトビア	17	5%	28	7%	75%	6%	45	59%	17%	
9272	ブティックス	展示会	日本	1,292	4%	2,847	0%	120%	7%	4,364	53%	15%	
	その他				1%				1%				
	現金				1%				0%				

今月の取引

Protector (追加購入) : 損害保険。本社 : ノルウェー

前から割安に見えていながら、追加購入に踏み切れていませんでした。10月27日に発表した第3四半期決算がなかなか素晴らしく、素直に元本ベースで15%まで買い増すことにしました。しかし、発注株数を間違えてしまい、予定の2倍購入してしまいました……。来週には15%まで減らす予定です。

Protector はノルウェーで2003年にできた新興損害保険会社です。保険業界は商品に変化が少なく、信用商売でもあるため、どこでも老舗が幅を利かせています。特に生命保険は、終身契約であれば50年以上先の支払い能力が求められるため、なかなか社歴の短い企業と契約する気にならない人が多いと思います。日本で古い生命保険会社ランキングは、1881年設立の明治生命、1888年設立の帝国生命（現朝日生命）、1889年設立の日本生命ですが、130年と数々の歴史的イベントを乗り越えて3社とも現存しています。これほど生存率の高い事業は、他に知りません。

一方、損害保険は住宅保険や自動車保険など1年単位の契約も多いため、新規参入余地がありそうです。そうは言っても現実には老舗が多いです。日本で最古の損害保険会社は1879年に海上保険として設立の東京海上保険（三菱グループ）で、現在も東京海上日動火災保険として業界トップを維持しています。スカンジナビアの損保大手は以下の通り。100歳以上のご老体ばかりの中に飛び込むピチピチの **Protector** 社！！

		設立	社齢
Protector	ノルウェー	2003	18
Tryg	デンマーク	1731	290
Topdanmark	デンマーク	1898	123
Codan Foriskring	デンマーク	1916	105
Gjensidige	ノルウェー	1922	99
Sampo	フィンランド	1909	112
If P&C	合併		
Storebrand	ノルウェー	1767	254
Skandia	スウェーデン	1855	166

保険もIT普及によって様変わりしています。IT化の流れが鮮明になってきた2000年以降に設立されて現在も元気な会社の多くは、IT化を前提とした仕組みを取り入れています。特にシステム投資の面で顕著な違いがみられます。一昔前の巨大なメインフレームコンピュータ時代のシステムに対して、パソコン時代の小型分散型を前提としたシステム構成になっていると、現在のクラウド化にも対応しやすいようです。みずほ銀行のシステム障害がたびたびニュースになっていますが、大手銀行システムは古い世代から抜本的改革を先延ばししながらつぎはぎしたために、もはや誰も全体像を理解できないなどと聞いたことがあります。もう1点は人員面です。インターネット商売は営業人員をそれほど必要としません。例えば日本生命の強みであった日本全国に張り巡らされた日生レディ販売員が、逆に固定費を高める弱みとなってしまいます。日本の商慣習では簡単に人員削減できませんし、老舗には対応が難しいところではあります。

古いシステムと過剰人員という2つのお荷物がないため、新興企業は比較的低コストで事業展開することができます。**Protector** は保険ブローカー経由で法人向け保険に特化しており、実際に **Protector** の運営コストは老舗大手より

3~5%低いです。他社より安い保険価格を提示しても利益を出せることが最大の強みです。家屋保険や車両保険はどこの保険会社から買っても似たような内容ですから、それなら価格の安いところに行こうかと考える法人顧客もいるもので、Protectorは着々とシェアを奪っています。構造的に低いコストを活かす戦略を展開しているので、老舗としてはなかなか戦うのが難しいと思います。下図がProtectorの保険引き受け高の推移です。ノルウェーに始まり、スウェーデン、デンマークと攻略して、現在はイギリス市場開拓に注力しています。

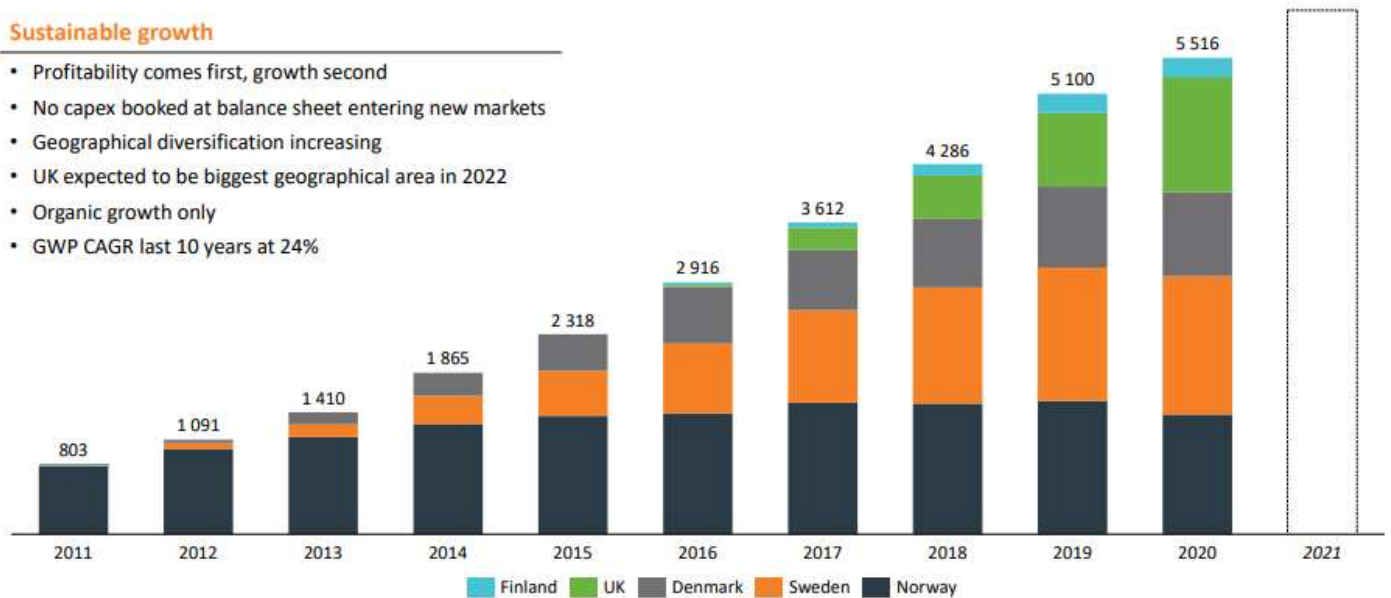
Volume growth

17% GWP CAGR last 5 years, 10% growth expected for 2021

PROTECTOR
insurance

Sustainable growth

- Profitability comes first, growth second
- No capex booked at balance sheet entering new markets
- Geographical diversification increasing
- UK expected to be biggest geographical area in 2022
- Organic growth only
- GWP CAGR last 10 years at 24%



イギリスは既存3か国を合わせた2~3倍の市場規模がありますから、今後10年は成長余力に事欠かなそうです。

	人口 百万人	GDP 兆ドル
ノルウェー	5.4	0.36
スウェーデン	10.4	0.54
デンマーク	5.8	0.36
3か国合計	21.6	1.3
イギリス	67.2	2.7
対3か国	3.1倍	2.2倍

売却銘柄の急騰

ポジション報告も2年ほど続けることができました。読者のみなさまのお蔭でモチベーション維持できています。本当にありがとうございます。過去のものを見返すと、完全に間違っていた投資案件が多数あります。私も、売った銘柄がしばらく後に株価上昇するのを見ては、一人地団太を踏んでおります。最近チャームケアとソフトクリエイトを売却してBeenosに資金を集中させた訳ですが、今のところは完全に裏目。。株式投資は難しい、だからこそ面白い。これだけ間違いを連発しながらも、なんとか全体としては稼げているのもまた株式投資の不思議。10年くらいやって、そこそこ稼げている人でもそんなもんだと株式投資を身近に感じてもらえると幸いです。未練たらたら、昔付き合った人を振り返るシリーズ。自ら傷に塩を塗り込めば、ちょっとは再発を防げるのでしょうか。

アウトソーシング（2019年9月購入、1000円 -> 2020年3月売却、500円 -> 時価2200円）



チャームケア（2020年8月購入、930円 -> 2021年7月売却、1200円 -> 時価1700円
計3回もお付き合いしてきました。。あんなに小さかったのに、こんなに立派になってしまったんだね。。



ソフトクリエイト（2020年6月購入、2300円 -> 2021年6月売却、2300円 -> 時価3900円）



素敵な方と、そして会社と末永くお付き合いできますように！！

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10月29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%	-1.9%	10.9%			41.3%

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	41%		11%		23%
累計	548%	61%	54%	134%	149%
年率換算	27%	7%	6%	13%	12%
過去3年(年率)	20%	2%	0%	14%	12%
過去5年(年率)	26%	5%	3%	15%	13%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

