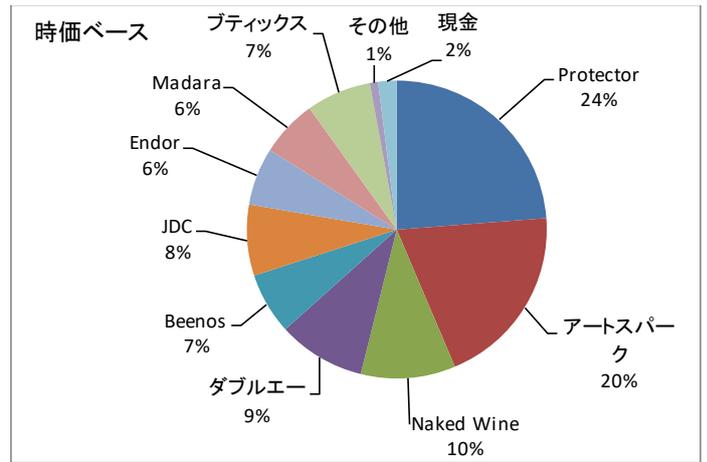
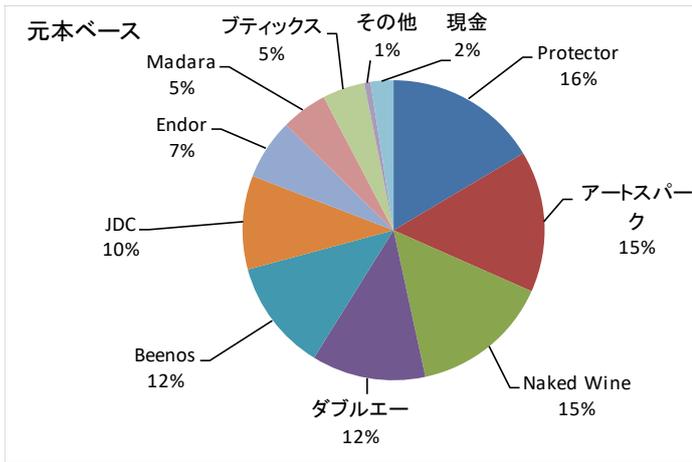
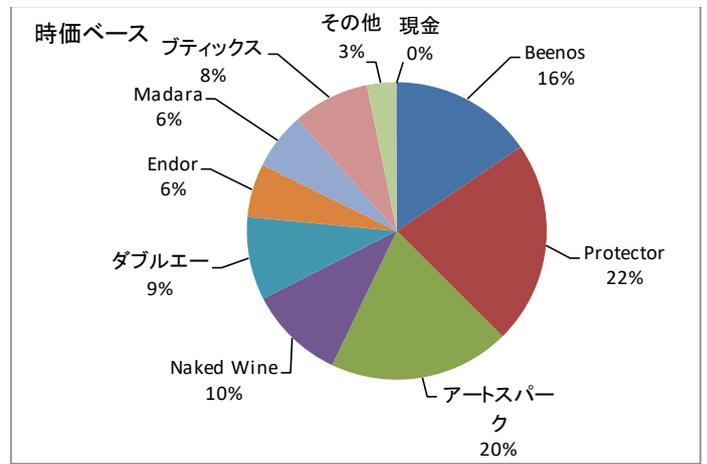
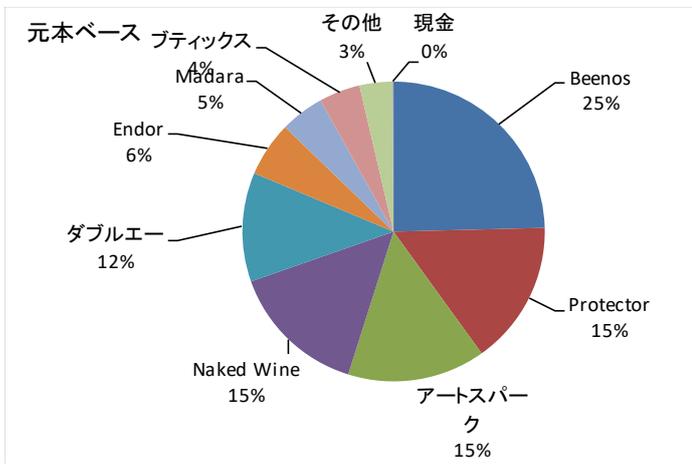


2021年12月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、11月末のポートフォリオは以下の通りです。



保有銘柄詳細 (元本ベース順)

| 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<br>価値予想 | 対時価  | 年利換算 | 12月の取引 |
|-------|-------------|---------------|-------|-------|---------|-------|------|------|---------|-------------|------|------|--------|
| 3663  | Protector   | 損害保険          | ノルウェー | 61    | 16%     | 108   | 7%   | 91%  | 24%     | 186         | 72%  | 20%  |        |
|       | アートスパーク     | 漫画作成ソフト       | 日本    | 549   | 15%     | 945   | 0%   | 72%  | 20%     | 1,641       | 74%  | 20%  |        |
|       | Naked Wines | ワインEC         | イギリス  | 7.56  | 15%     | 6.40  | 7%   | -10% | 10%     | 20          | 214% | 46%  | 一部売却   |
| 7683  | ダブルエー       | 靴小売           | 日本    | 3,128 | 12%     | 3,200 | 0%   | 2%   | 9%      | 5,158       | 61%  | 17%  |        |
| 3328  | BEENOS      | 越境ECサポート      | 日本    | 3,390 | 12%     | 2,500 | 0%   | -26% | 7%      | 5,492       | 120% | 30%  | 一部売却   |
|       | JDC         | 保険プラットフォームドイツ |       | 25    | 10%     | 25    | 4%   | 1%   | 8%      | 65          | 164% | 38%  | 追加購入   |
| 9272  | Endor       | ゲーム機器         | ドイツ   | 17    | 7%      | 21    | 4%   | 27%  | 6%      | 33          | 59%  | 17%  |        |
|       | Madara      | 化粧品           | ラトビア  | 17    | 5%      | 28    | 4%   | 64%  | 6%      | 47          | 70%  | 19%  |        |
|       | ブティックス      | 展示会           | 日本    | 1,292 | 5%      | 2,617 | 0%   | 103% | 7%      | 4,355       | 66%  | 19%  |        |
|       | その他         |               |       |       | 1%      |       |      |      | 1%      |             |      |      |        |
|       | 現金          |               |       |       | 2%      |       |      |      | 2%      |             |      |      |        |

## 今月の取引

JDC (追加購入) : 保険プラットフォーム。本社 : ドイツ

先月新規購入してレポートで紹介した会社です。毎日の取引高が少ない株なので勤務している運用会社の顧客資金での購入に時間がかかり、ようやく自己資金で購入できるようになりました。運用会社の看板のおかげで経営陣と対話してよりよく事業を理解することができ、自己取引の機動性は失われますが、一長一短です。小型株（時価総額 500 億円以下）の場合、企業規模が小さいため人員・費用面から投資家との対話に力を入れていない場合が多いです。開示資料を見るだけでは実態が良く分からず、会社と直接話すメリットが大きいと感じます。

Beenos (一部売却) : 越境 EC。本社 : 東京

5月に購入開始して、ポートフォリオの 25%まで買い進めたものの、買値の 3400 円に対して、2500 円と-30%もの含み損を抱えてしまいました。今年の反省点ということで後述しますが、12.5%まで比率を落とし、損失を出して譲渡税を減らし、JDC の購入資金としました。

Naked Wines (一部売却) : ワイン EC。本社 : イギリス

こちらも含み損を抱えている銘柄ということで、15%以下まで比率を落とし、損失を出して譲渡税を減らし、JDC の購入資金としました。

## 2021 年の振り返り

2021 年の利益合計を 100 とすると、銘柄内訳は以下のようになっています。Protector 一社で 40%以上、アーツパークと合わせて上位 2 社で利益の 70%になりますが、ある程度集中投資していると普通のことだと思います。

|             | 合計  | 実現損益 | 含み損益 | 配当 |                        |
|-------------|-----|------|------|----|------------------------|
|             | 100 | 18   | 74   | 8  |                        |
| 主な投資中の損益    |     |      |      |    |                        |
| Protector   | 44  | 4    | 35   | 6  | ノルウェー。新興損害保険           |
| 3663 アーツパーク | 28  | 0    | 28   | 0  | 日本。漫画作成ソフト世界トップシェア     |
| 9272 ブティックス | 12  | 0    | 12   | 0  | 日本。介護業界展示会からM&A仲介に横展開  |
| Madara      | 8   | 0    | 8    | 0  | ラトビア。オーガニック化粧品。自社ECに強い |
| 3328 Beenos | -19 | -11  | -8   | 0  | 日本。越境EC最大手             |
| 主な売却済みの損益   |     |      |      |    |                        |
| Enlabs      | 17  | 17   | 0    | 0  | スウェーデン。オンラインカジノ        |
| 6062 チャームケア | 9   | 8    | 0    | 0  | 日本。老人ホーム               |
| その他の損益      | 1   | 0    | 0    | 1  |                        |

儲かった投資から学ぶことは少なく、来年以降に向けてより大切なのは反省点・改善点です。

## (1) 身の丈を超えたポジション取り

**Beenos** をポートフォリオの 25%まで買ったのはやりすぎでした。これまで、1社あたりポートフォリオの 12.5% x 6社を目安に投資してきました。結果的に現預金比率が 30~50%と高い時期が続くと、投資効率が悪いのではないかと疑問が浮上してきました。私の個人投資家仲間の中には、100万円を1億円以上にしたような、投資本に出てくるような実績を積んでいる方々がいます。10年間で100倍という圧倒的な結果(年率58%)を残すためには、数少ない大きなチャンスに大きく賭けるしかありません。機関投資家出身の私の感覚としては、ほとんどの投資信託が50社を超える株式を保有していることに比べて「俺は5、6社で超集中投資してるぜ!」と悦に入っていたわけですが、個人投資家仲間からは、「5、6社なんて分散すぎじゃない?」と別世界のコメントを頂きます。実際に彼らがときに1社に資産の100%を投資して資産を何倍にもしていく様子を間近で見ていると、自分のやり方が間違っている気分になってしまいます。そんなときに **Beenos** に出会い、これはひょっとしたら何倍にもなる可能性があるのでは、と舞い上がってしまいました。コロナ禍で中央銀行が積極的に金融緩和をしたため株式は大きく値上がりして、年間+100%を超えるリターンを開示する投資家が続出しました。乗り遅れた気分になってしまい、自分ももっと早く資産を増やしたいと欲が先行したという方が正しいでしょう。現預金比率を10%くらいは残したいので、15% x 6社くらいが私には適温かもしれません。投資で一番大切なのは複利効果を最大化することです。(収入 - 支出) x 利回り^時間の4変数がありますが、このうち自分でコントロールできるのは支出と時間。長く続けるために、自分の性格にあった投資スタイルを見つけることが重要です。

## (2) 含み資産の評価に注意

**Beenos** を過大評価した理由の一つが、インドネシアのEC大手トコペディアを筆頭にしたベンチャー投資ポートフォリオの価値です。ベンチャーキャピタルによる直近の資金調達時の評価額ベースで、200億円を超えていると発表されています。簿価40億円ですから、30%の法人税を支払った後でも、最低でも  $200 - (200 - 40) \times 30\% = 150$  億円の価値があると評価していましたし、IPOによって評価が50%高まると仮定すれば、 $200 \times 1.5 = 300$  億円。税後で  $300 - (300 - 40) \times 30\% = 220$  億円の価値があると考えました。**Beenos** の時価総額は330億円ですから、45~65%がベンチャー投資の価値になり、本業が割安だと思っていました。問題は、この価値がベンチャーキャピタル評価にしか根拠がないという点です。私が投資する場合は、キャッシュフロー利回りを気にしています。つまり、株価に対していくらの現金を生み出すことができるかということです。株価100円で買った会社が毎年10円生み出せるのであれば、利回り10%となります。事業の成長性や競争優位性にもよりますが、株式市場の長期実績リターンが7~8%という事実からも、利回り10%あればそこそこの魅力的な水準だと思います。キャッシュフローを根拠に購入していれば、短期的に株価が50円になったとしても、キャッシュフロー10円に変化がなければ、利回り20%は高すぎる、いずれ価格が上昇する可能性が高いと安心して保有し続けることができます。ところがベンチャー企業の多くは、投資して高成長しているフェーズゆえにキャッシュフローはマイナスであることがほとんどです。現在はベンチャー投資熱がある状態ですから、キャッシュフローがない企業も、売上 x □倍 という指標で評価されています。しかし、ベンチャー投資家が冷静になり、「そもそもキャッシュフローを生み出せる企業なんだっけ?」という本質的な質問に目を向けた途端、キャッシュフローが出ていない企業はどのように評価されるのでしょうか

か(2000年のITバブルはさらに過激で、売上すらない企業にも数千億円の評価がされたようです)。Beenosの投資ポートフォリオに含まれる企業は非上場ですから、私のような外部の人間が財務内容を知ることではできません。キャッシュフローに根拠のない資産を持った企業に投資する際は、どの程度割り引く必要があるのか、今後の課題です。

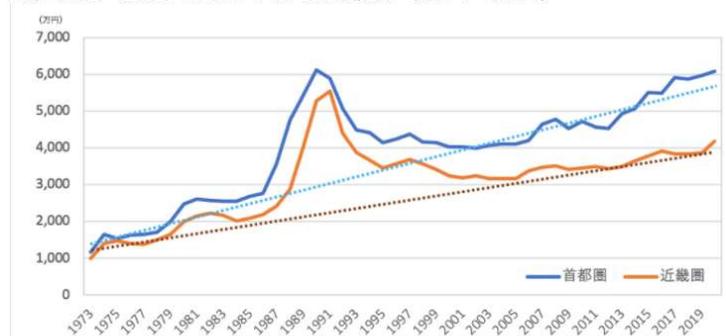
最後に、最近の考えや気になっていることを徒然に書きました。

### (1) 金融資産の値上がりもほどほどに

金融資産が値上がりすれば多くの人は嬉しいでしょうが、それは「今資産を持っている人」というカッコ付です。カナダでは、私の感覚では信じられないほど住宅価格が高騰しています。下図は地元新聞からの切り抜きですが、1975年から住宅価格は4倍になったが、可処分所得は2倍にしかなっていないことを表しています。住宅購買力が半分になってしまっています。このグラフを見て、2000年以前に買った人はガッツポーズ、コロナ禍のわずか2年で50%値上がりする前に購入した人は胸をなでおろしているのかもしれませんが、まだ住宅市場に参加していない若者にとっては一大事です。私の知り合いでも、子供が大学を卒業しても住宅価格が高すぎるために実家暮らしをしている方がいます。トロントの平均住宅価格は約1億円(ほとんど中古です)で、頭金20%は2000万円です。若者に貯められるような金額ではなくっており、余裕のある親は子供の頭金を払ってあげることが一般的になっているようです。結果として格差の固定化、さらなる晩婚化や少子化につながる可能性が高いと心配です。可処分所得の上昇率を超えた住宅価格の値上がりは、息苦しいものです。右下に日本のマンション価格推移を載せました。デフレと言われながらも、バブル期を除けば右肩上がりになっていて驚きました。新築マンションが高級志向になっているなど、同じグレードを比較していない可能性は高いですが、過去30年ほど上がっていない可処分所得と比べると差があります。遊牧民族のような生活をしていて、住宅を保有していない私の負け惜しみですかね……。



図2) 首都圏・近畿圏 新築マンション長期価格推移 (1973年~2020年)

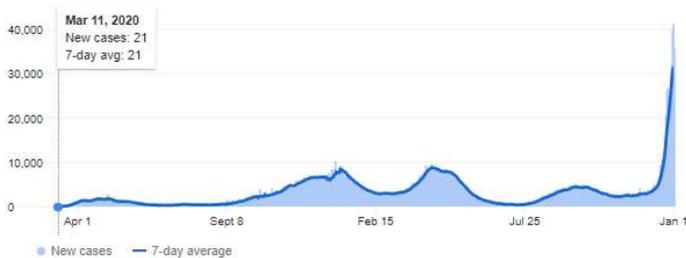


### (2) コロナ禍

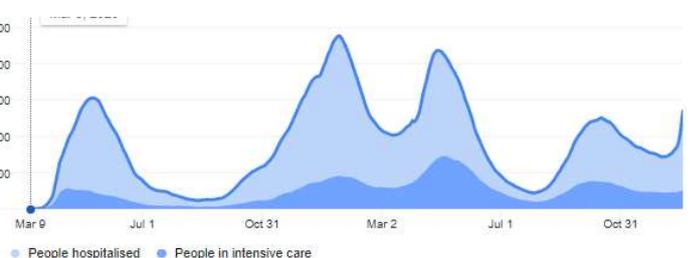
オミクロン型が出てきて、カナダでは新規陽性者が急増しています。あくまでPCR検査の陽性者であって、感染者かどうかは分からないはずですが、相変わらず「新規感染者」と報道されています。PCRサイクルを上げるほど擬陽性も増えるという話とかどうなったのでしょうか。コロナ禍で最大の問題は、病院能力だと思えます。コロナ患者で一杯になった結果として、他の病気の患者が診てもらえないようでは、確かに困り

ますから、行動制限が必要だということは理解できます。しかし、今回のオミクロン型では入院が必要な重症化率は低いようです。感染力が強くて症状が軽いのであれば、ちょっと重い風邪なんじゃないのかと。視聴率を求めるメディアは大変だと感染者数増加を報じ、得票率を求める政府はやってる感を出すために次々と規制を発表する。「ただの風邪だと思うので、何もしません」と発表して間違っていたら次の選挙は勝てなそうですから、必要以上に規制したい心理バイアスが働きやすいと感じます。病院のキャパシティに余裕があるのであれば、個人的に次に優先したいのは次世代です。学校閉鎖や習い事閉鎖により、中高生は大きな影響を受けています。摂食障害など精神面にダメージを負った子も多いようですし、そもそもオンラインではきちんと学ぶこともできません。やる気がない子がオンラインにログインするわけないですよ。人生先が長い彼らが少しでも普通の生活が送れるようにと願っています。この点、日本はほとんど日常生活に影響が出ていないようなので、とても良かったと思います。移住者が少なく、観光以外での海外からの渡航者が少ないからなのか理由は良く分かりませんが、友人・知人への影響が少ないことは何よりの朗報です。

カナダのコロナ新規陽性者数



カナダのコロナ入院患者数



## 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。

1月8日(土) 日本時間午後9時 Google Meets (<https://meet.google.com/bos-rhcx-uty>)

長友 2022年1月3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% | -11.6% | 2.5%   | 28.1% |

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     | 28%     |          | 10%   |          | 27%   |
| 累計       | 488%    | 61%      | 53%   | 134%     | 158%  |
| 年率換算     | 25%     | 7%       | 5%    | 13%      | 13%   |
| 過去3年(年率) | 27%     | 2%       | 10%   | 14%      | 24%   |
| 過去5年(年率) | 26%     | 5%       | 6%    | 15%      | 16%   |

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

