



## 今月の取引

### Beenos (全部売却) : 越境 EC

穴があったら入りたいけど、そんな穴はどこにもなかった・・・という気分です。昨年末から、**Beenos** の価値推定がどんどん低下していきました。勤務先にも推奨して購入していたため、会社で売却してから個人で売却するのが筋だろうと思いましたが、説明してもなかなか会社で売却してもらえず・・・。結局3月までかかり、ようやく3月中旬に1300円付近で自分のポートフォリオからも売却できました。下げ続ける株価から解放されたと思った数日後に良いニュースの発表+株式市場全体の反発で2300円まで3週間で80%近く上昇。買う判断がそもそもまずかった訳ですが、焦って売却するタイミングも最悪となり、これまでの投資家人生最大の損失確定となりました。同じ間違いを繰り返さないように、時系列を振り返ってしっかり傷に塩を塗ろうと思います。

2021年5月に**Beenos** を3155円で初購入。**Beenos** のベンチャー投資ポートフォリオ価値を含めると面白いのではないかというアイデアを投資家の友人から教えてもらいます。2021年4月のポジション報告を振り返ると、コロナ禍でバタバタして12銘柄に分散しすぎたポートフォリオを整理しようとしていた時期でした。コロナ相場の急激な株価上昇で2020年に年率100%を超えるリターンを叩き出す個人投資家が續出して、自分が出遅れている劣等感を持っていました。ところが、下の日経平均チャートのように、2021年上旬は既にコロナショックからの株価反発のピーク水準。なかなか割安な会社が見つかりません。そんな買いたい病になりがちな時期に**Beenos** に出会ってしまいました。

(日経平均株価チャート)



(Beenos 株価チャート)



どのように価値評価を考えたのか。越境 EC 事業はコロナの影響で認知が進み、20%で伸び続けて利益率も改善するというとても楽観的な見通しでした。+ベンチャーポートフォリオは評価額で考えた上に、PERも25倍と最大評価をして、何とか7000円台の価値評価ができました。3年で株価2倍になる会社がやっと見つかった！と喜んだのですが、振り返れば、コロナで業績が確変状態になっている会社にしか高い成長率を想定することができないだけでした。

(2021年5月の Beenos 業績予想。クロスボーダーで20%成長が続く前提で7400円の価値評価)

	2013.09	2014.09	2015.09	2016.09	2017.09	2018.09	2019.09	2020.09	2021.09	2022.09	2023.09	2024.09	2025.09
	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C
<b>Income Statement</b>													
Sales	10.3	12.6	16.9	19.2	20.7	22.8	25.3	25.9	24.2	25.8	27.7	30.0	32.7
Eコマース	10.3	12.4	15.9	18.0	19.7	21.6	23.0	22.1	24.2	25.8	27.7	30.0	32.7
クロスボーダー	1.1	1.8	3.1	3.8	4.2	4.5	4.9	5.9	8.0	9.6	11.5	13.8	16.6
GMV					21.3	23.1	24.7	29.7					
% Take					19%	19%	20%	20%					
Employee		84	185	186	286	220	184	198					
Full-time		37	61	89	141	140	126	127					
Part-time		47	124	97	145	80	58	71					
バリュー	4.4	6.4	8.6	9.6	10.5	12.4	13.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
リテール	4.8	4.2	4.2	4.6	5.1	4.6	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
インキュベ	0.0	0.2	1.0	1.2	1.0	1.2	2.2	3.8					
ほか													
%YoY	4%	22%	34%	14%	8%	10%	11%	2%	-7%	7%	7%	8%	9%
10yr CAGF		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	8%					
Eコマース		21%	28%	13%	9%	9%	7%	-4%	9%	7%	7%	8%	9%
クロスボーダー		60%	70%	24%	8%	8%	9%	20%	35%	20%	20%	20%	20%
バリューサイクル		46%	35%	12%	9%	18%	6%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%
リテール		-12%	-1%	9%	11%	-8%	6%	-19%	0%	0%	0%	0%	0%
インキュベ		2567%	550%	15%	-18%	22%	87%	68%					
ほか													
Operating profit	-0.23	-0.36	1.18	1.20	1.51	1.53	1.71	3.38					
Amortization	0.05	0.05	0.08	0.03	0.03	0.07	0.09	0.11					
Norm. OP	-0.17	-0.30	1.26	1.23	1.54	1.60	1.80	3.48	1.90	2.50	3.22	4.12	5.21
Eコマース	0.24	0.15	0.85	0.77	1.17	1.31	0.93	1.78	2.68	3.25	3.95	4.81	5.87
クロスボー	0.13	0.05	0.48	0.28	0.69	0.70	0.74	1.69	2.36	2.92	3.62	4.48	5.55
バリュー	0.15	0.17	0.19	0.33	0.44	0.48	0.07	0.19	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
リテール	-0.04	-0.07	0.17	0.16	0.04	0.13	0.12	-0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
インキュベ	-0.16	-0.25	0.74	0.77	0.74	0.79	1.40	2.48					
ほか													
Adjustment	-0.25	-0.20	-0.33	-0.32	-0.37	-0.50	-0.54	-0.78	-0.78	-0.75	-0.72	-0.69	-0.66
% of sales	-2.4%	-1.6%	-1.9%	-1.6%	-1.8%	-2.2%	-2.1%	-3.0%	-3.2%	-2.9%	-2.6%	-2.3%	-2.0%
% of EC	-2.4%	-1.6%	-2.1%	-1.7%	-1.9%	-2.3%	-2.3%	-3.5%	-3.2%	-2.9%	-2.6%	-2.3%	-2.0%
%OPM	-2%	-2%	7%	6%	7%	7%	7%	13%	8%	10%	12%	14%	16%
Eコマース	2%	1%	5%	4%	6%	6%	4%	8%					
クロスボ	11%	3%	16%	7%	17%	16%	15%	29%	30%	31%	32%	33%	34%
バリュー	3%	3%	2%	3%	4%	4%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
リテール	-1%	-2%	4%	4%	1%	3%	2%	-2%	2%	2%	2%	2%	2%
インキュベ	-2650%	-158%	72%	64%	75%	66%	62%	66%	0%				

	2020.09	2021.09	2022.09	2023.09	2024.09	2025.09	
<b>BASE</b>	-0.6yr	0.4yr	1.4yr	2.4yr	3.4yr	4.4yr	
Sales	25.9	24.2	25.8	27.7	30.0	32.8	
%YoY		-7%	7%	7%	8%	9%	
Nom. OP	1.0	1.9	2.5	3.2	4.1	5.2	
%YoY		89%	31%	29%	28%	27%	
%OPM	3.9%	7.9%	9.7%	11.6%	13.7%	15.9%	
Eq. Method		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Other		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
NP	33%	1.3	1.7	2.2	2.8	3.5	
Minority		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
NP to Parent		1.28	1.68	2.16	2.76	3.50	
EPS		101	133	171	219	277	
DPS		20	27	34	44	55	
%Payout		20%	20%	20%	20%	20%	
chg in Invested Capital		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
% Sales / IC		0%	0%	0%	0%	0%	
PER		25.0x	25.0x	25.0x	25.0x	25.0x	
Business Value		31.9	41.9	54.1	69.0	87.4	
Net Cash	8.1	8.1	9.1	10.5	12.2	14.4	
Per share		Business	2,532	3,321	4,287	5,474	6,932
		Net Cash	723	830	967	1,142	1,364
		Dividend	20	47	81	125	180
		TOTAL	3,276	4,197	5,335	6,741	8,477

	BULL	BASE	DOWN	
Cost of Equity	8.0%	8.0%	8.0%	
Terminal Growth Rate	5.0%	4.0%	3.0%	
Exit PER	33.3x	25.0x	20.0x	
Wide Moat?		1.00		
Rapid growth?		1.00		
Large potential market?		1.00		
Good capital allocator?		1.00		
Shares		13.3		
Treasury		0.7		
# of stocks		12.6		
Business (3yr)	2,288	5,038	1,173	
Intrinsic value (3yr)	3,161	6,225	2,022	
Diluted	3,145	6,195	2,012	
	0yr	1yr	2yr	3yr
Business		3,031	3,932	5,038
Net Cash		791	916	1,078
Dividend		37	69	109
Intrinsic value	3,038	3,859	4,917	6,225
Diluted	3,024	3,840	4,894	6,195
		27%	27%	27%
	4,257	5,073	6,127	7,428

OP (today)	1.6
OP (3yr)	3.8
	34%
EPS	151.34
Diluted EPS	150.61
	100%

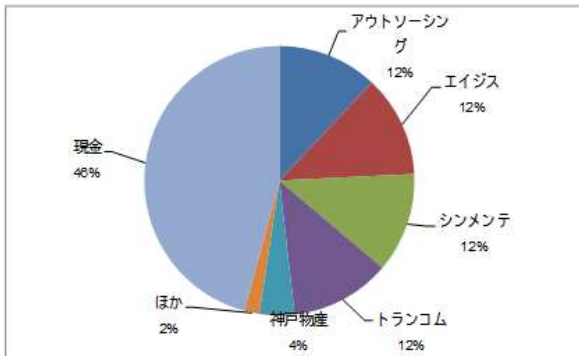
  

ベンチャー投資	
簿価	4.7
時価	20.9
含み損益	11
per share	1,233

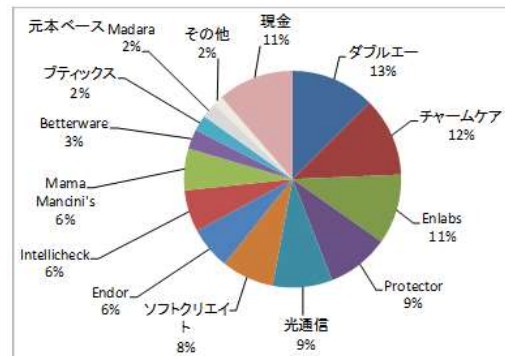
### DOWNSIDE

最後にポジション取りです。成長する可能性がある数少ない会社に大きく投資するべきだと、これまでの元本 x 12.5%という枠組みを大きく逸脱して 25%も購入してしまいます。私は周りの投資家に比べてかなり保守的で、現金比率を高く運用してきました。保守的過ぎるから運用リターンが低いと自己洗脳してしまい、8月末には現金比率がゼロ近い別次元なポートフォリオになりました。さらに、8月から就職が決まったことで株式取引が制限されるかもしれない+給与所得があるから現金が少なくても良いと、ポジション比率を変更する言い訳が出来てしまいました。ポートフォリオ推移を見ると、コロナ前からの変貌ぶりが良く分かります。

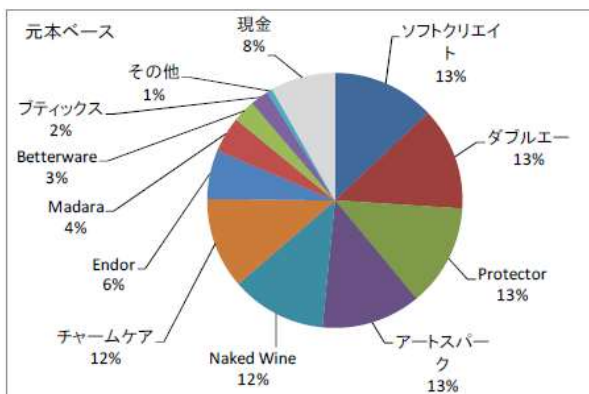
(2020年2月末：コロナ前は現金豊富)



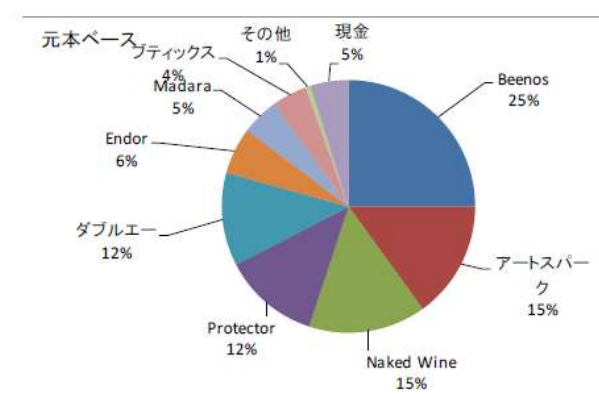
(2020年12月末：コロナで大混乱)



(2021年4月末のポートフォリオ：Beenos 前)



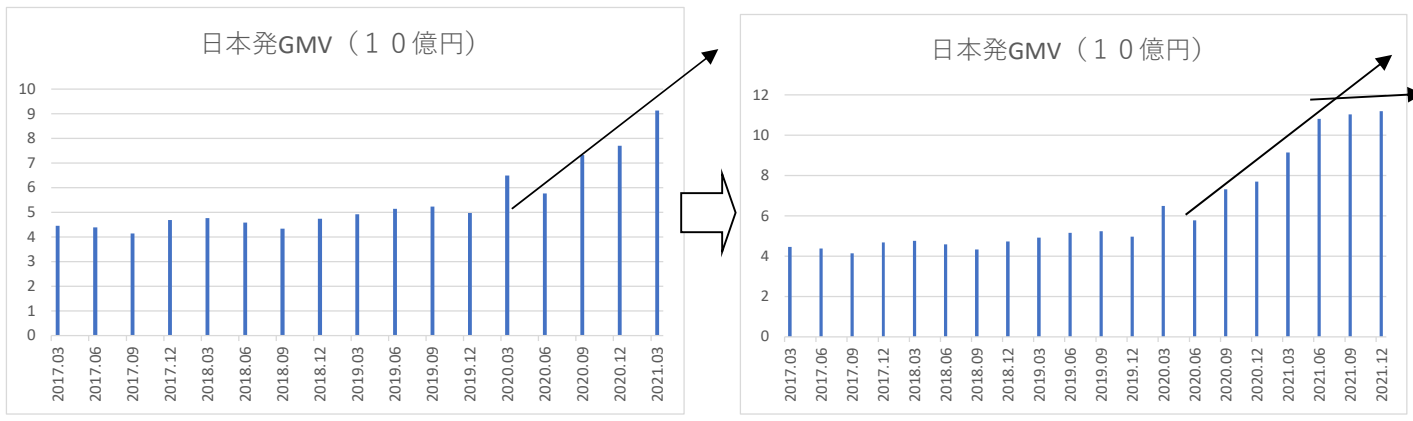
(2021年8月末：Beenos 後)



2021年9月には会社でも推奨・購入します。仮に不安になっても上司や同僚からの評価を気にして口にしにくいという余計な心理負担がかかり、いよいよ売却が難しい立場に身を置いてしまいます。入社したばかりの会社で初めて推奨した銘柄ですから、なおさらです。

購入して四半期決算を見ていくと、色々とおかしな兆候が見えてきました。購入時に2021年5月7日に開示された四半期GMV（取引高）は以下の通り。どこまでも上がっていきそうな右肩上がりの綺麗なグラフ。次の8月13日の決算発表までは順調でしたが、11月、2022年2月発表時にはGMVが横ばいと様相が変わってしまいます。その後、(1) 主要市場のアメリカでインフレが高まり個人消費余力の減退、(2) 2021年下旬から株安による資産効果の剥落、(3) 原油価格高騰で利益率縮小、(4) 中国からのアクセス制限、(5) ウクライナ侵攻でロシア市場アウト、(6) ヨーロッパ貨物便がロシアを迂回して飛行するため飛行距離が伸びて運賃上昇、(7) 2019年11月から Beenos のみだったメルカリ公式越境ECパートナーに、台湾の競合が選ばれ(2021年10月)、かなり安い運賃を提供している、(8) 成長株価格の大幅下落で、保有ベンチャー株式のIPO 価値が不透明になる、(9) そもそも2021年6月まで需要が旺盛だったのは、アメリカでコロナ補助金を2021年3月までに配ったからではないかなど、次から次に悪いニュースが出てきてしまいます。良いニュースと言えば、大幅な円安で越境ECで買いやすくなったことくらいでしょうか。

(Beenos の日本発の取引高。左は2021年5月時点。 右は2022年2月時点)



9月決算（11月発表）で年率20%成長が続くシナリオは崩れていたわけでしたが、会社で推奨・購入したばかりで動けず。このとき株価は2500-3000円。12月決算（2月発表）で、今後は良くて横ばいとほぼ確定していますが、時すでに遅し。株価は2000円割れで大きな含み損に悩まされます。本業の価値に自信がなくなると同時に、企業価値を下支えしてくれるはずのベンチャーポートフォリオの価値にも成長株の大幅下落で自信が持てなくなってしまいました。

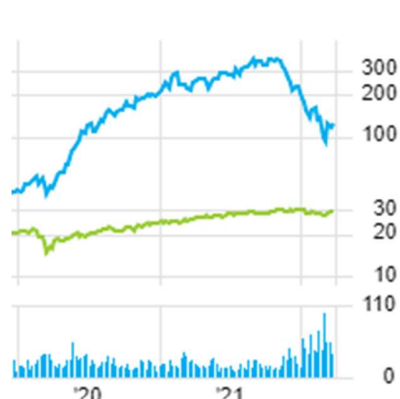
Beenos は東南アジアのベンチャー企業に多く投資しているのですが、同業他社の株価チャートは次の通り。Grab はシンガポール本社でUberのようなライドシェア事業や宅配事業を展開。Sea はシンガポール本社でEC事業とゲーム事業を展開。Bukalapak はインドネシア本社でEC事業を展開しています。どの株価も2021年の高値から1/3以下に低迷しています。では、Beenos のベンチャーポートフォリオ価値はいくらで評価すべきなのか？コロナ前で200億円というベンチャー投資家からの評価で、これが下値と思っていましたが、ひょっとしたらもっと低く見積もるべきかと疑心暗鬼になってしまいました。Beenos が投資しているGoTo というインドネシアのライドシェア・EC企業が4月に上場します。8か月のロックアップ（売却できない期間）がありますから、8か月

にどのような株価になっているかは神のみぞ知るという状況ですが、世界中の中央銀行（日本銀行を除き）がインフレ率を抑えるために金利を引き上げている状況で、赤字成長株の評価は引き続き厳しいような気がします。

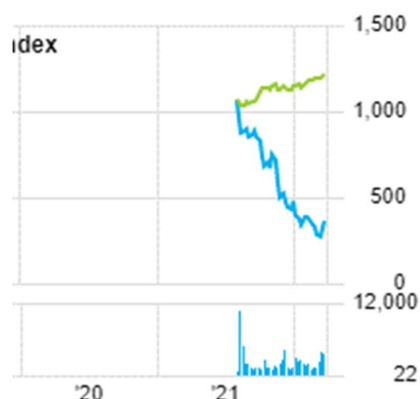
(Grab 株価チャート)



(Sea 株価チャート)



(Bukalapak 株価チャート)



悪い投資のお手本になってしまいました。(1) 購入時の業績予想が楽観的過ぎた、(2) 購入時にベンチャーポートフォリオ価値の裏付けを取らなかった、(3) 購入する金額が大きすぎた、(4) 業績推移が予想と違っていたときに何もなかった、(5) 勤務先でも購入していたため、入社してすぐに間違いを認めたくない心理バイアスが生まれた。これらの問題点が再発しないように、対策を進めています。

お恥ずかしい限りですが、何かの参考になれば幸いです。コロナショックから2年で試行錯誤しましたが、今のところは元々やっていたシンプルな投資方法が長期的に継続して稼げるという当たり前の結果しか出ていません。

## 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。

長友 2022年4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%
2015(概算)													19%
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%
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%	46%
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%
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%
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%	11%
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%
2022	-11.9%	-2.5%	7.7%										-7%

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%	9.3%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%	17.3%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%	14.1%
2017	46%	22%	20%	22%	19%	24.0%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%	10.8%
2019	45%	18%	15%	32%	29%	14.0%
2020	11%	7%	5%	18%	16%	-7.9%
2021	28%	13%	10%	29%	27%	-0.7%
2022	-7%		-2%		-5%	
累計	444%	82%	49%	201%	145%	
年率換算	23%	8%	5%	15%	11%	
過去3年(年率)	27%	13%	10%	26%	24%	
過去5年(年率)	26%	8%	6%	18%	16%	

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

