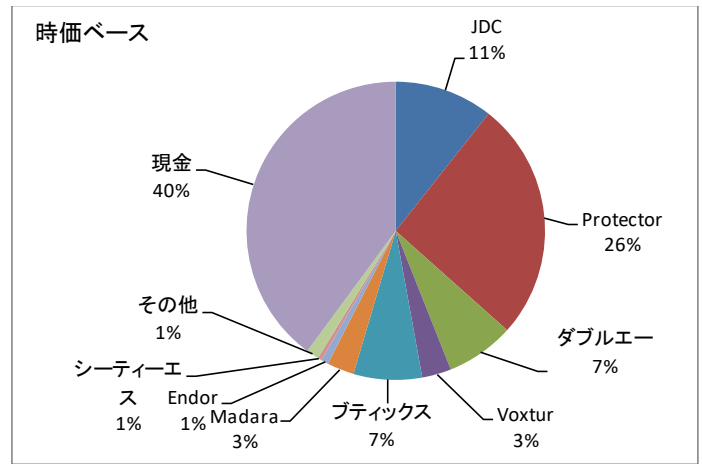
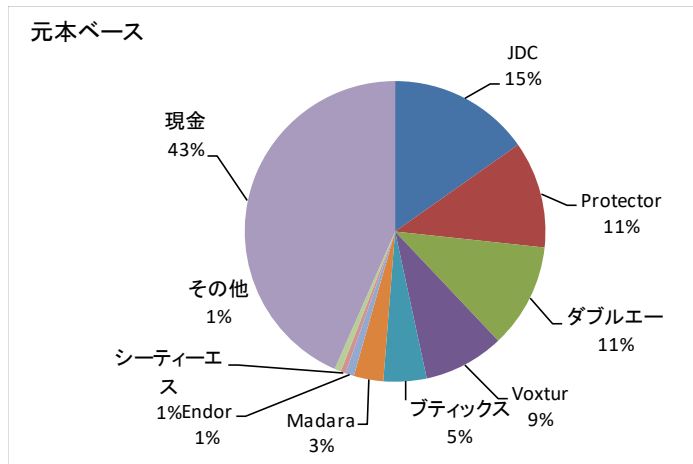
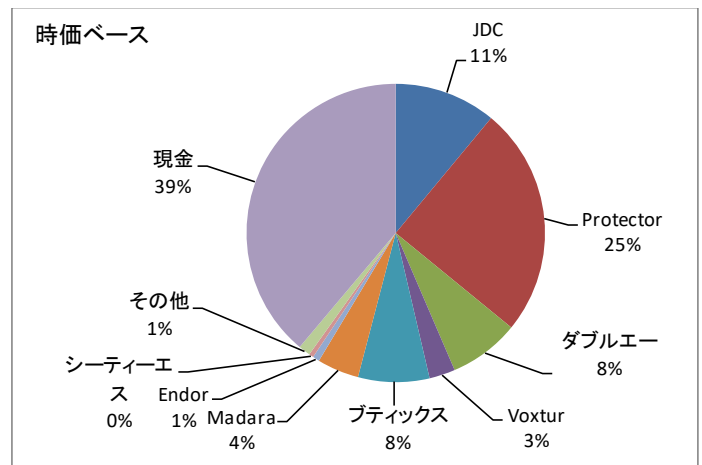
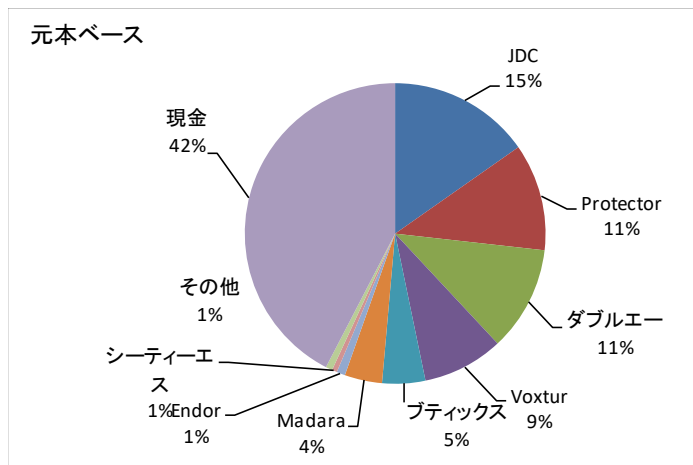


2022年8月末のポジション報告をお送りします。



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 (元本ベース順)

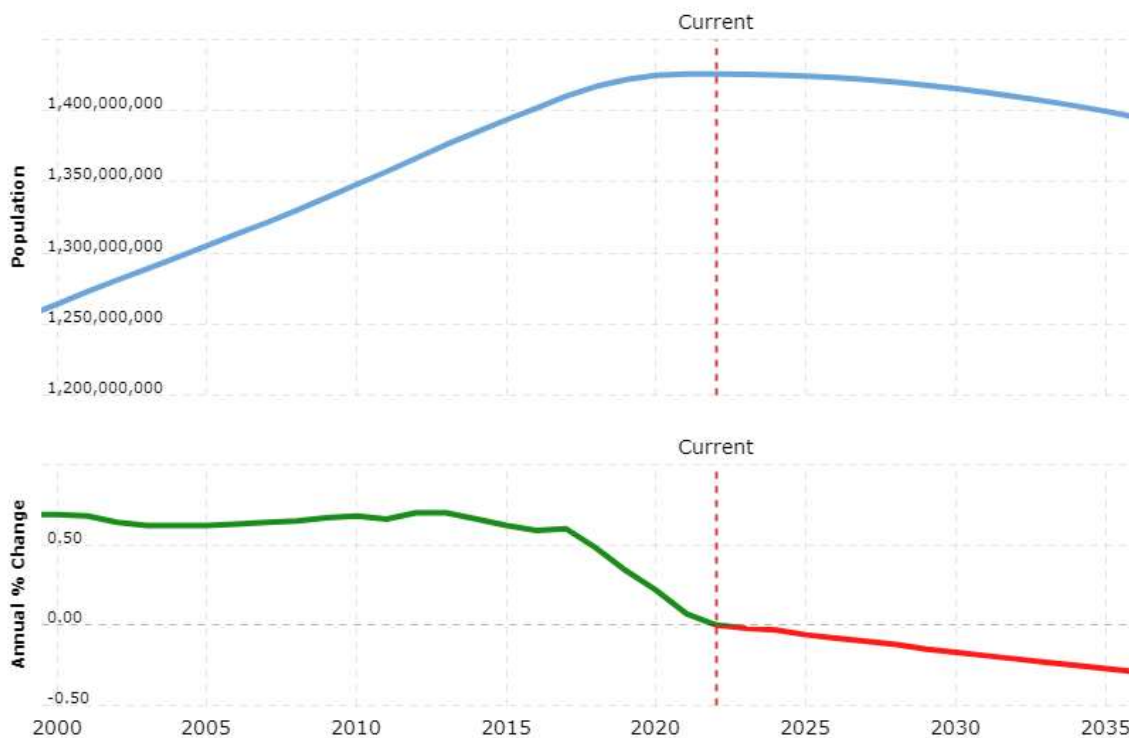
銘柄コード	会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	時価ベース比率	3年後 価値 予想	対時価	年利 換算	今月の取引
	JDC	保険プラットフォームドイツ		25	15%	19	11%	67	255%	53%	
	Protector	損害保険	ノルウェー	51.87	11%	119.00	26%	150	26%	8%	
7683	ダブルエー	靴小売	日本	3,173	11%	2,431	7%	4,571	88%	23%	
	Voxtur Analytics	不動産テック	カナダ	1.34	9%	0.55	3%	2	240%	50%	
9272	ブティックス	展示会	日本	1,292	5%	2,413	7%	4,314	79%	21%	
	Madara	化粧品	ラトビア	19	3%	19	3%	19	-2%	-1%	一部売却
	Endor	ゲーム機器	ドイツ	16	1%	15	1%	29	100%	26%	
4345	シーティーエス	建設IT	日本	814	1%	774	0%	1,465	89%	24%	
	その他				1%		1%				
	現金				43%		40%				

雑感

今後10年くらいは株式市場全体のリターンには向かい風が大きくなりそうです。ここ最近ではインデックス投資全盛で、日本の個別株に投資して円建てのS&P500指数積み立てを上回るリターンを出すのは大変だった印象があります。これから株式市場全体が伸び悩むのであれば、いよいよ個別株投資の出番かなとワクワクしています。煎じ詰めると株価は、以下の式と4つの要素で決まる、というか4つの要素しかないので、一つずつ見ていきます。

$$\text{株価} = \text{売上} \times \text{利益率} \times (1 - \text{税率}) \times \text{PER}$$

売上：過去10年、中国を中心に新興国の経済成長が世界経済をけん引しました。今後10年、地政学リスクが高まって例えばロシアが西側企業にとって市場から外れてしまう上に、中国で不動産バブルがはじけたり、下記のように人口減少が始まったり。これまでと同じ売上成長を続けることが難しくなりそうです。



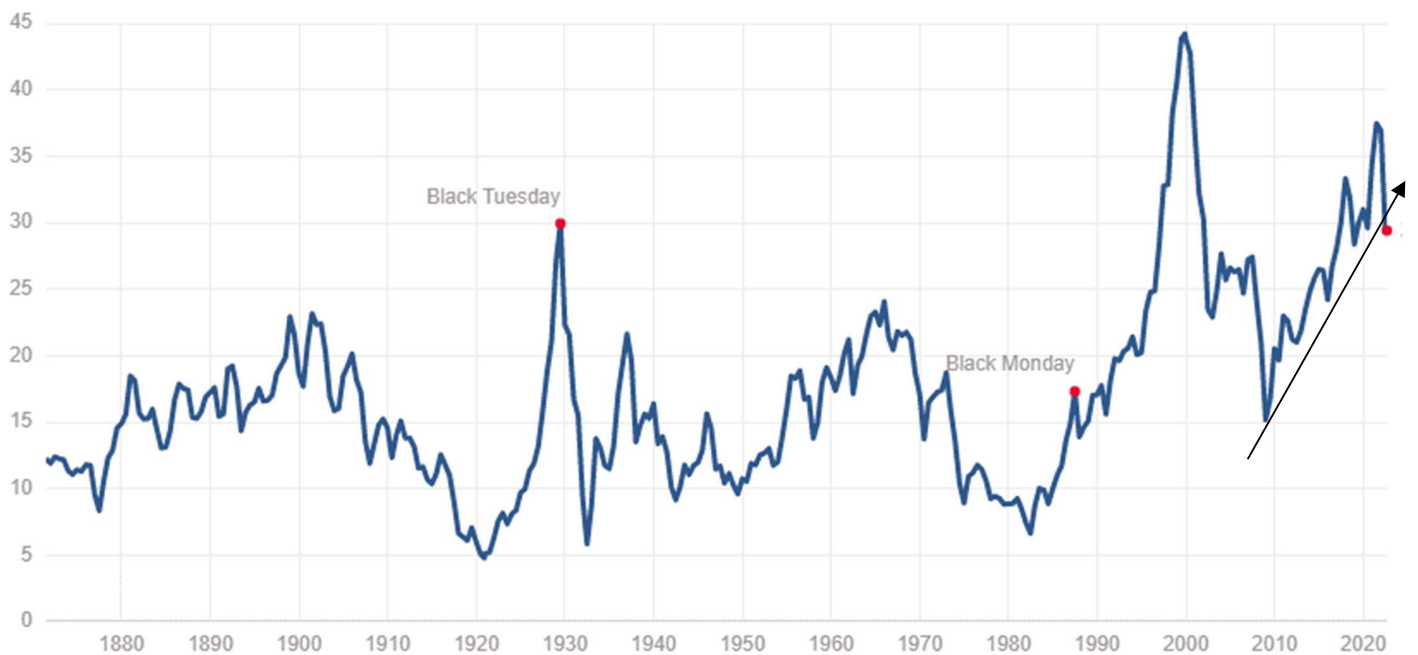
利益率：過去10年、以下のように資源価格は右肩下がりに推移して、原材料コストが低く抑えられてきました。また、中国など新興国に製造拠点を移転することで、人件費コストも削減してきました。しかし、二酸化炭素排出を削減するために急激に炭化水素エネルギーを絞ったところにウクライナ侵攻も重なり原材料費は高騰していますし、新興国も賃金上昇で移転によるコスト削減メリットも小さくなりそうです。中国>ベトナム>バングラデシュの次と注目されていたミャンマーでは軍事クーデターが起きるなど、色々ありますね。以下のCRB Indexは資源価格指数として使われています。



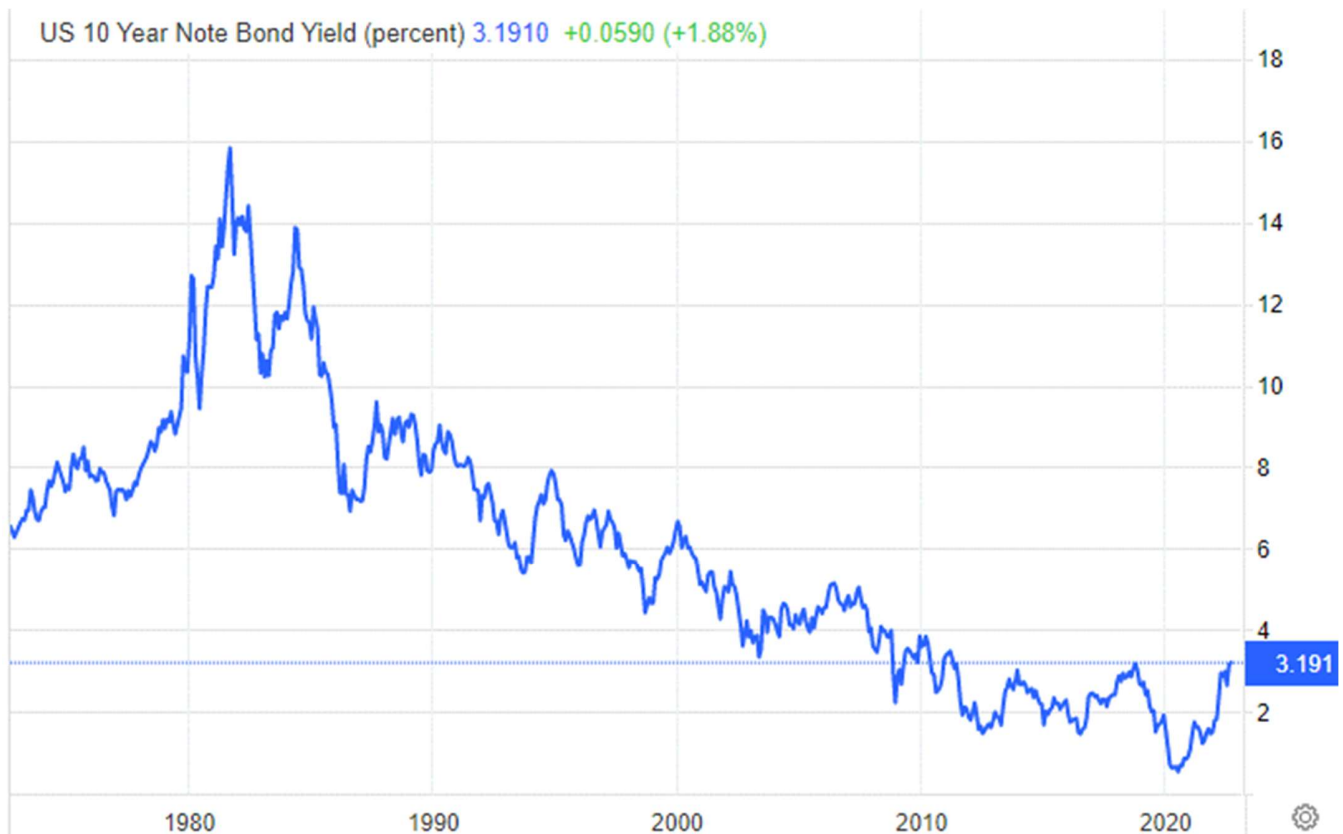
税率：あまり話題に上りませんが、過去10年で日本の実効税率は大きく下がっています。1990年代に50%あった法人税は、2000年頃40%に下がり、今では30%です。これは日本に限った話ではなく、世界的なトレンドです。自国企業の国際競争力を高め、海外企業を誘致することが主な理由のようです。トランプ減税（実効税率を35%から21%に削減）は、ポピュリスト的株価対策の意味合いが強いと理解しています。韓国は24%、シンガポールは17%ですから、日本の実効税率はまだ下がる余地があるという見方もできますが、コロナ禍で各国の財政が火の車ですから、どうでしょうか。特に日本の法人税減税は消費税増税とセットで行われてきました。10%を超えて消費税を上げていけるのでしょうか。不況になるとまたポピュリスト的リーダーが登場して減税してしまうのかもしれませんが、とはいえ、40→30%と同じように30→20%が進む可能性は低いと思います。



PER : PERは株価収益倍率と言われて、企業価値が1年の利益の何年分かという倍率です。以下のグラフは、**Shiller PE Ratio**というアメリカ株でよく参考にされる指標です。過去10年、PER 15倍から30倍に拡大していて、仮に利益が横ばいでも株価は2倍で評価されるようになったということです。



この背景ですが、金利の低下が主な要因だと思います。1980年から40年に渡って、世界の基準金利であるアメリカの10年金利は一貫して低下してきました。金利が下がれば割引率が下がるので、同じ利益を生み出す資産はより高く評価されます。日欧ではマイナス金利政策まで試され、もう下がるどころまで下がっている感じはします。短期的には金利低下は投資需要を増大させますが、長期的には格差拡大など弊害が多くなっていると感じます。



まとめとしては、株価を決める4要素（売上、利益率、税率、PER）のうち、過去10年は4つ全てに追い風が吹いていました。しかし今後は、売上成長は鈍化、利益率はコストインフレで価格転嫁できない場合は低下圧力、税率は今までほどは下がらなく、PERは米利上げで向かい風。売上と税率は追い風が風状態になるとして、利益率とPERにとっては向かい風の確率が高い。S&P500でインデックス積立投資していれば、万事OKという環境ではないかもしれませんが。2つの向かい風を避けるには、低いPERで取引されている利益率を維持できる（価格転嫁力があるか、何かしらの理由で短期的な利益率が低くなっている）会社を探すということですが、そんな都合の良い話は希少なわけで、個別株投資の出番かなと思っているわけです。どんなに株式市場全体がダメな年でも、日本の上場企業3000社から株価が上がる銘柄が100社はあると思います。

具体例として、過去10年間、売上10%成長、利益率1.5倍、税率40%から30%、PER15倍になった会社があるとします。10年前の売上が100億円、利益率10%、PER15倍だとすると、 $100 \times 10\% \times (1 - 40\% \times 1.5 = \text{時価総額 } 90 \text{ 億円}$ 。現在の売上260億円、利益率15%、PER22.5倍で時価総額600億円。10年間の年率リターンは20%以上とホクホク顔です。今後10年、売上5%成長、利益率横ばい、税率横ばい、PER15倍に戻るとすると、リターンは年率0%に近くになってしまいます。過去10年は追い風参考記録だと思った方が良さそうです。

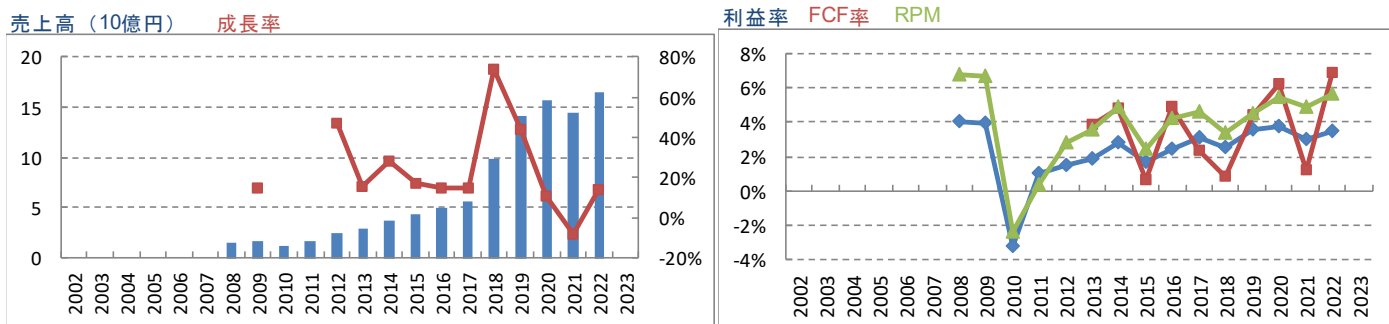
銘柄紹介 シンメンテ（6086）、本社：東京

1999年に緊急メンテナンスサービスをスタートさせます。外食店にとって、機器トラブルは死活問題です。営業を続けるためにも一刻も早く復旧する必要があります。機器メーカーのサービス員は平日9-5時勤務の会社員なので、夜間や週末の緊急トラブルには対応してくれません。そこで、独立系の自営業に近いようなサービス会社を探すことになります。インターネットで検索しても、業者名はたくさん出てきてもどこに頼めば良いかわかりません。相見積もりを取りたくても、外食店を営業しながら10社それぞれに電話している暇はありません。

こうしたお困りごとを解決してくれるのがシンメンテです。外食店と独立系サービス会社をマッチングさせることで、外食店はシンメンテに電話さえすれば、全ての機器トラブルを解決してもらえます。独立系サービス会社としても売上が欲しいわけですから、シンメンテに登録して損はありません。1万社が登録しています。緊急トラブル対応から派生して、そもそも突発トラブルが起こらないように予防メンテナンスを提案するのが2つ目の柱。さらには、厨房機器メーカーの自社サービスをアウトソーシングして受託するのが3つ目の柱です。

シンメンテが面白いと思うのは、「メンテナンス道場」の存在です。簡単な補修であればサービス会社を呼ぶ必要がないように、店舗オーナーに対してセミナーを行っています。そんなことをしたら短期的にはサービス依頼需要が減ってしまうのではないかと考えてしまいますが、長期的にはシンメンテに恩義を感じてより強固な関係構築できるメリットが上回るという考え方ようです。こうした、（短期的に）損して（長期的に）得とる会社に興味を持っています。人間には返報性の原理というものがあ、良くしてもらった相手には恩義を返そうとする習慣があるため、高い参入障壁になり可能性があります。

事業実績を見ると、コロナ禍で外食店舗が閉鎖となった2021年2月期でも8%減収になっただけ。顧客である外食チェーン売上が20%以上減収になった中では健闘していると思いますし、特筆すべきはマッチングするだけの固定費の軽さから、利益率が維持できている点です。外食店は固定費が大きいと、大赤字になっているのと対照的です。



経営者は、内藤秀雄氏（1943年生）。創業社長になります。既に80代ですから、常務取締役である次男の内藤剛氏（1972年生）が次期社長でしょうか。実は長男の内藤秀治郎氏（1969年生）が2008年から2015年まで社長を務めていたのですが、その後はお父さんが復帰しています。経営方針の違いと伺っています。秀雄氏が21.5%、剛氏が7.2%を保有していますので、少数株主との利害は一致しています。

適正な企業価値はいくらでしょうか？10%程度の売上成長が持続できるとすると、3年後には売上220億円、営業利益率6%、税率31%として当期利益9億円です。シンメンテは設備投資が必要ない事業です。フリーキャッシュフロー（会社が設備投資後の自由に使える資金）は9億円とします。3年後の現預金は50億円を超えているでしょう。このような会社が、時価総額140億円で取引されています。現預金を除いた事業が140-50=90億円。事業に対するフリーキャッシュフロー比率は9÷90=10%。創業経営者に率いられ、優れた事業実績があり、かつ成長余地もある企業が期待利回り10%以上で購入できるのはお得だと思います。適正価値2000円、2倍の上値を見て1000円以下で追加購入したいです。

買い物リスト

先日、買った銘柄を事後報告されるのも良いが、そもそもどの銘柄がいくらになったら買い時かを知りたいというリクエストを頂きました。今回のシンメンテのように毎月1銘柄ほど日本の優良銘柄を紹介して、3年後の目標株価とともにシェアしたいなと思います。皆様に有益なレポートにしていきたいので、リクエストがあれば教えてください。

銘柄	株価	時価総額	創業年	社長	生年	年齢	保有比率	3年後適正株価	企業理念	
	09/02	10億						上幅		
4345 CTS	759	33	1972	50	横島泰蔵	1960	62	38%	1,513 99%	全国の建設現場の課題を、身近なサービスで解決する
6086 シンメンテ	1,360	15	1999	23	内藤秀雄	1943	79	22%	2,000 47%	
7683 ダブルエー	2,454	12	2002	20	肖俊偉	1972	50	66%	4,550 85%	いつでも想像以上に満足のできる商品・サービスを提供します。
9272 プティックス	2,456	12	2006	16	新村祐三	1966	56	54%	4,289 75%	マッチング・ファースト

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月末にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことでなくて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9月4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%	-0.9%	-5.2%	-3.2%	1.7%	1.7%					-13%

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%	13%	10%	29%	27%
2022	-13%		-1%		-17%
累計	412%	82%	52%	201%	114%
年率換算	21%	8%	5%	15%	9%
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)

