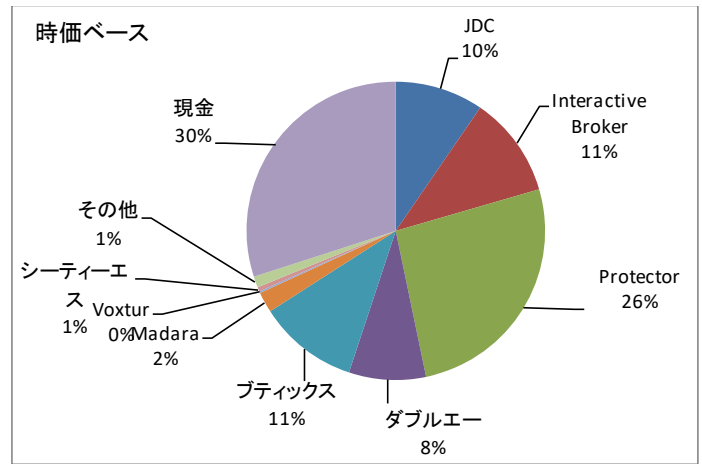
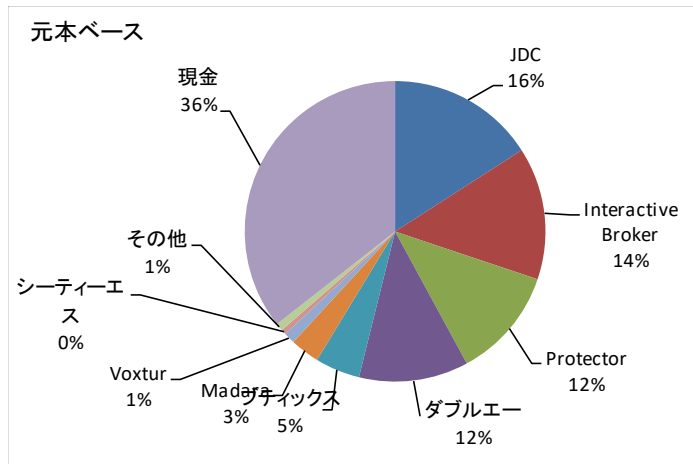
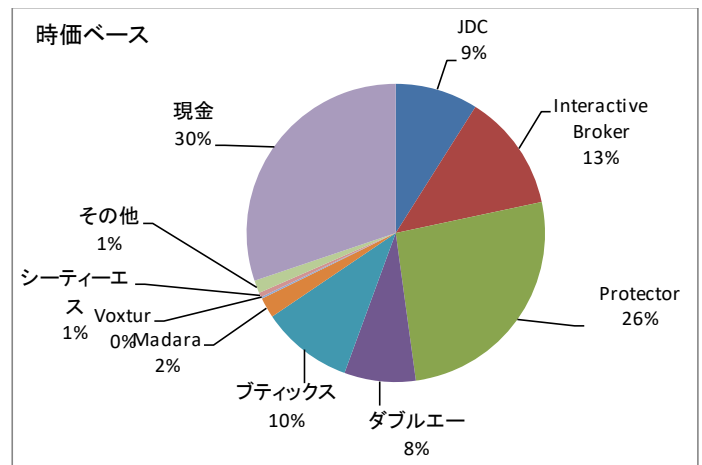
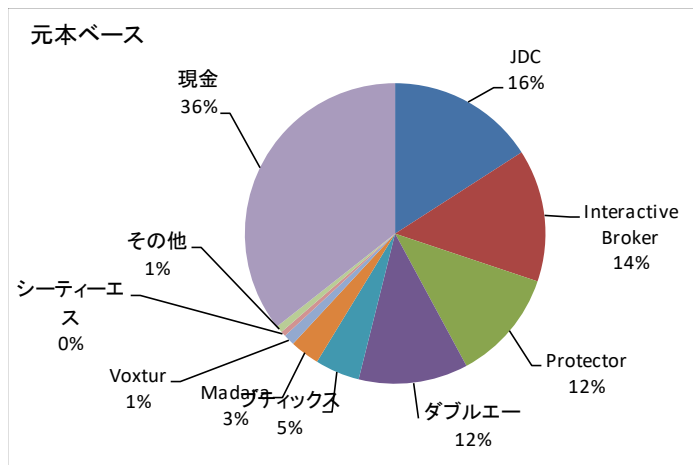


2022年12月末のポジション報告をお送りします。



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)

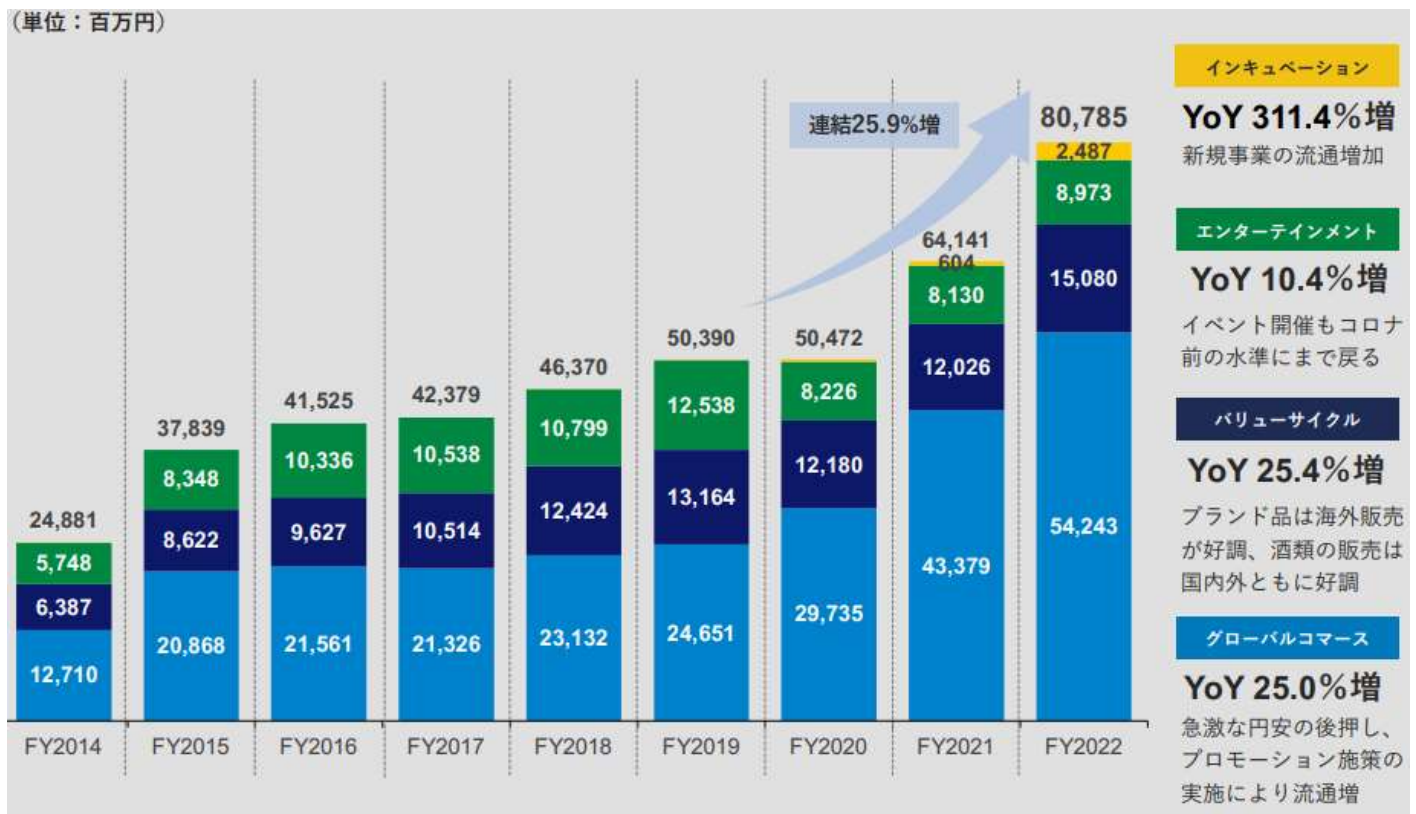
銘柄コード	会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	時価ベース比率	3年後 価値 予想	対時価	年利 換算	今月の取引
	JDC	保険プラットフォームドイツ		25	16%	17	10%	34	102%	26%	
	Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	78	14%	72	11%	159	120%	30%	
	Protector	損害保険	ノルウェー	51.87	12%	125.80	26%	201	60%	17%	
7683	ダブルエー	靴小売	日本	3,173	12%	2,737	8%	4,977	82%	22%	
9272	ブティックス	展示会	日本	1,292	5%	3,535	11%	4,606	30%	9%	
	Madara	化粧品	ラトビア	21	3%	16	2%	17	4%	1%	
	Voxtur Analytics	不動産テック	カナダ	1.46	1%	0.26	0%				
4345	シーティーエス	建設IT	日本	814	1%	814	0%	1,489	83%	22%	
	その他				1%		1%				
	現金				36%		30%				

今月の売買はありません。

2022年の振り返り

本厄は軽視できないと思うくらい、色々大変な1年でした。投資に関してはほぼ自分の内側の問題なので、自分で修正できると思えることが救いではあります。

一つ目の失敗パターンは、コロナ特需銘柄の収益性が永続的に高くなると考えたこと。**Beenos**は巣ごもり需要から越境ECが伸びました。さらに、保有しているベンチャー投資の評価額が膨らみました。現在も円安の追い風を受けて成長していますが、アメリカ不況→米国利下げ→円高というシナリオになると、ダブルパンチになってしまいます（下図の水色の部分）。こうした不安を抱えて投資していると、ロシアによるウクライナ侵攻のようなショックが起きたときに自信を持って保有し続けることができず、底値で投げ売りしてしまいました。企業自身の力なのか、追い風参考値なのか、見極めが不十分でした。経営者が追い風を地力だと勘違いするのがおそらく最悪で、追い風状態を踏まえた投資を行ってしまい固定費が上がった状態で需要減少に見舞われます。**Beenos**がそうならないと良いのですが、自信はありません。



Naked Wineも巣ごもり需要からワイン通販需要が拡大し、顧客獲得コストが大幅に低下したように見えました。つまり、利益率が改善したように見えたのですが、短期流入した会員は定着率が低く、コロナ明けには大幅解約。結局、利益率がもとに戻ったどころか、逆に悪化してしまいました。さらに、コロナ禍に対応して他のワイン店も通販を始めました。EC全般に需要が戻って供給が増えたため、コロナ後の利益率は低下圧力がかかる可能性があります。

Madaraはラトビアの化粧品メーカーです。ヨーロッパ各国の小売店に卸して販売していたのですが、コロナ規制で自社ECサイトから直接購入してもらえるようになりました。直販の方が卸売りより利益率が高いため、利益率

が改善しました。私はこの傾向が続くかと思ってしまいましたが、楽観的でした。そもそも化粧品業界最大手のロレアル社の営業利益率が15%程度。Madaraが恒常的に20%もの営業利益率を出せると考える方がどうかしていました。その後、化粧品業界もEC参入が相次ぎ競争激化した上に、ウクライナ戦争の影響でラトビアのガス、電気代など生産コストが高騰。経営環境としては、天国から地獄となりました。

二つ目の失敗パターンは、将来の事業実績の過大評価です。例えばJDCというドイツの保険販売プラットフォームは、ドイツの大手銀行と提携発表したのは喜ばしいですが、収益貢献はこれから。どこまで収益が出るのか、実際には分かりません。将来事業の成功が企業価値の大半を占めており、一つ目の提携結果がある程度見通せるところまで待った方が良かったと思っています。経営陣は配当を支払わず、株価が下がったところで自社株買いをする資本政策には納得しています。株価下落を少しでもプラスに替えているため保有を続けられています。

Voxtur Analyticsも同じく、将来事業の夢を買ってしまいました。アメリカの住宅購入に必要な名義保険の安価な代替商品を開発し、大手ローン会社に採用されたというニュースに飛びついてしまいましたが、実際の収益性や参入障壁の高さは未知数です。さらに経営陣が買収を行うたびにボーナスを受け取るという怪しい報酬体系など、振り返れば地雷だらけ。よく目をつぶりまくって購入したものです。買収するたびに新株発行する会社には要注意。損切した時には既に株価が2/3も下がっていました。。

この失敗2パターンを除けば、リターンはプラスだったように思います。自分が良く陥る負けパターンを認識すること。投資はどこまでも自分との闘いです。

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。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。

	紹介	株価 紹介時	株価 12/30	株価総額 10億	創業 年	社長	生年	年齢	保有 比率	3年後適正株価 上幅	事業内容			
7683	ダブルエー	2020年09月	3,370	2,737	13	2002	21	肖俊偉	1972	51	66%	4,963	81%	靴小売り
9272	ブティックス	2020年10月	856	3,535	18	2006	17	新村祐三	1966	57	54%	4,289	21%	介護M&A
4345	C T S	2022年07月	820	814	35	1972	51	横島泰蔵	1960	63	38%	1,484	82%	建設IT
6086	シンメンテ	2022年08月	1,384	1,385	94	1999	24	内藤秀雄	1943	80	22%	2,000	44%	飲食店メンテナンス
4489	ペイロール	2022年09月	703	720	62	1989	34	湯浅哲哉	1958	65	4%	1,560	117%	給与計算アウトソーシング
	Interactive Brokers	2022年10月	80.15	80.30	34	1978	45					166	107%	オンラインブローカー

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 2023年1月4日@東京

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%	-5.0%	9.9%	-3.6%	-0.7%	-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%		-4%		-19%
累計	412%	82%	46%	201%	108%
年率換算	20%	8%	4%	15%	8%
過去3年(年率)	7%	13%	3%	26%	6%
過去5年(年率)	14%	8%	1%	18%	8%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

