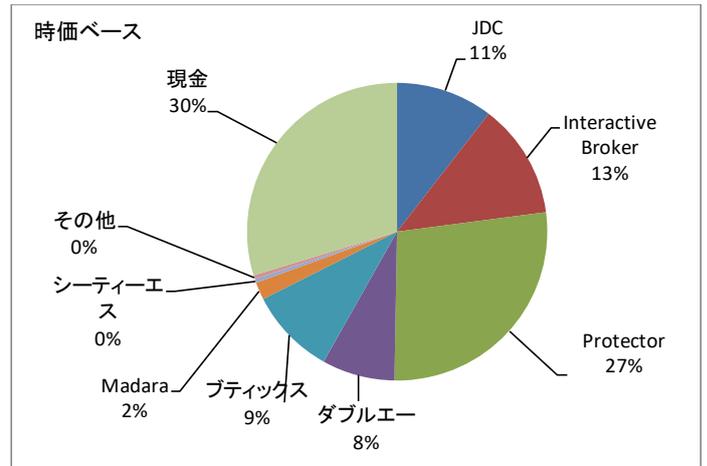
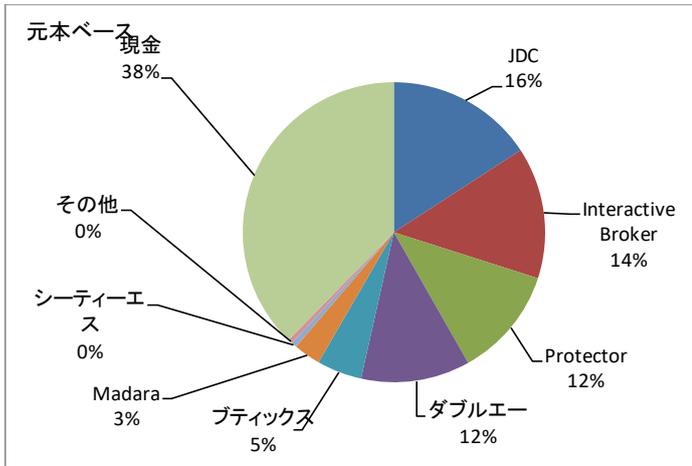
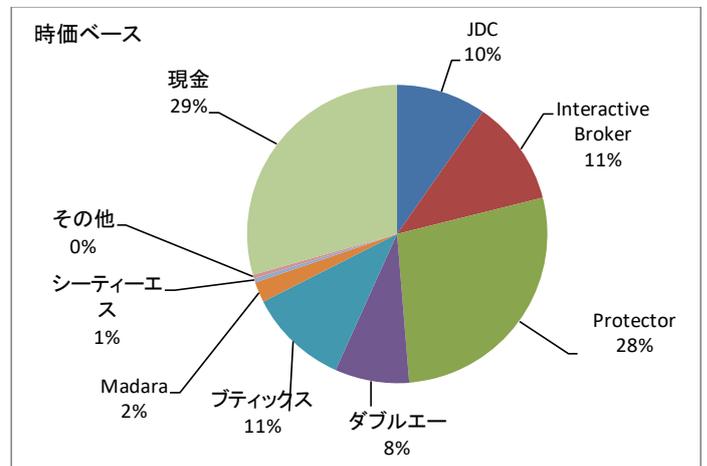
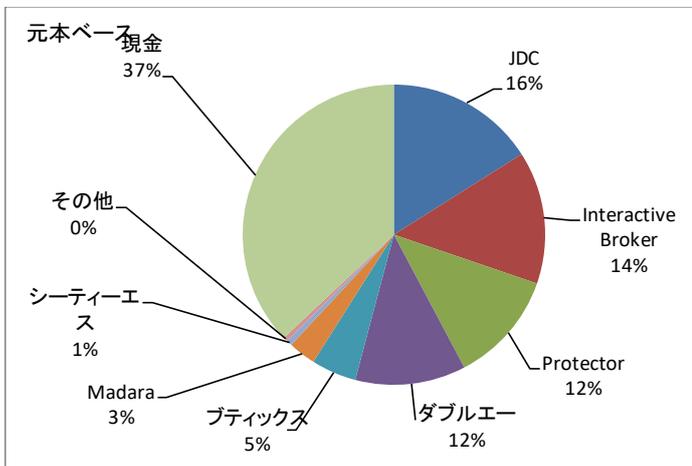


2023年2月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、1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% | 20 | 10% | 39 | 99% | 26% | |
| | Interactive Broker | オンライン証券 | アメリカ | 78 | 14% | 86 | 12% | 161 | 87% | 23% | |
| | Protector | 損害保険 | ノルウェー | 51.87 | 12% | 146.00 | 27% | 243 | 66% | 19% | |
| 7683 | ダブルエー | 靴小売 | 日本 | 3,173 | 12% | 2,800 | 8% | 5,072 | 81% | 22% | |
| 9272 | ブティックス | 展示会 | 日本 | 1,292 | 5% | 3,340 | 9% | 5,581 | 67% | 19% | |
| | Madara | 化粧品 | ラトビア | 21 | 3% | 16 | 2% | 17 | 8% | 3% | |
| 4345 | シーティーエス | 建設IT | 日本 | 814 | 1% | 772 | 0% | 1,462 | 89% | 24% | |
| | その他 | | | | 0% | | 0% | | | | |
| | 現金 | | | | 38% | | 30% | | | | |

今月の取引はありませんでした。

Excellence Commercial Property & Facilities Management Group

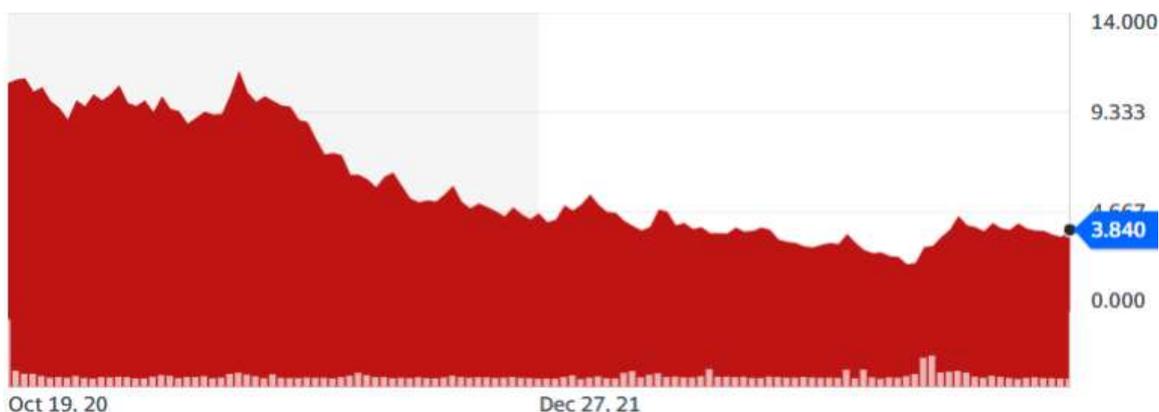
トロントで知遇を得た投資家に、3G Capital の Pavel Begun さんがいます。パートナーと2人でファンドを運用しているそうです。彼は東欧出身だからか、多くの投資家が尻込みするようなカントリーリスクが高いとされる地域、例えばインフレ率が50%を超えているトルコ、に多く投資しています。バフェットさんの格言、「大衆が強欲なときは怖がり、大衆が怖がっているときに強欲になれ」を実行できる投資家の一人として尊敬しています。一般投資家が我先にとトルコから逃げ出しているような時こそ、興味をもってチャンスを探すそうです。

最近シェアしてくれた2022年末の運用報告書に以下の表がありました。アメリカの代表的な株式指数であるS&P500がPER 18倍（1年間の利益が100円とすると、株価が18倍の1800円という意味）で取引されていることに比べて、PavelさんのファンドはPER3~8倍と非常に低いことが分かります。日本でも不動産開発業者など業績のブレが大きい企業はPER4-5倍になることがありますが、安定した事業がありながらもPER2.5倍など聞いたことがありません。配当利回りも7%以上。この水準は日本ではなかなかありません。多くの機関投資家は顧客からの批判を恐れて、インデックスから大きく乖離することを嫌います。GAF Aを買って損しても、「みんなそうだよ」と理解してもらえるが、トルコ株に投資して損したら「ありえないだろ！」怒られる感じでしょうか。

| HOLDINGS (ALPHABETICAL) | TICKER | EXCHANGE | PRICE | CURRENT P/E | DIVIDEND YIELD | % OF ASSETS |
|---------------------------|--------|----------|-------|-------------|----------------|-------------|
| CLIENT ACCESS ONLY | | | | 7.5X | 4.0% | 55.6% |
| | | | | 2.5X | 7.0% | |
| | | | | 7.8X | 8.7% | |
| | | | | 8.9X | 4.4% | |
| | | | | 6.7X | 0.0% | |
| Other equities | | | | | | 47.6% |
| Cash (Margin) | | | | | | (3.2%) |

| | | | | | | |
|-------------------------|--|--|--|-----|------|--|
| S&P 500 | | | | 18X | 1.7% | |
| MSCI All Country ex USA | | | | 13X | 3.3% | |

そんな Pavel さん、新たに Excellence Commercial Property & Facility Management Group (長いので、略称 ECM) に投資したと書いてありました。中国の深圳に本社があり、同都市を中心に不動産管理業を営んでいるそうです。不動産開発をしていないので、業績は安定していると想像できます。下の株価を見ると、2020年後半に10香港ドルで上場。その後、中国不動産市場の問題が取り上げられて株価下落し、2021年後半には2ドル前半まで下落します。トラブルで情弱な投資家が逃げ出している状況が大好きな Pavel さん、多くの投資家が逃げ出している中国不動産セクターを調べて ECM に投資したそうです。このような骨のある機関投資家もいるということです。



米国 IT 企業のリストラと三菱重工の航空機撤退に見るスピード感の違い

米国 IT 大手各社がリストラを発表しています。Facebook は従業員の 13% にあたる 11000 人。Amazon は 10000 人。イーロンマスクが買収した Twitter に至っては、社員が 7500 人から 2000 人に減ったとまさに異次元のリストラが行われています。Facebook はいまだに営業利益率 20% 以上ある優良事業ですが、5 年前には 40-50% あったことを考えると、確かに下降トレンドです。赤字ならまだしも、日本的感覚では、営業利益率 20% も稼いでいるのにリストラするなんてけしからん！ とはならないでしょうか。



一方、三菱重工が航空機開発を止めたというニュースもありました。こちらは 2008 年に開発開始。2009 年に最初の納入延期を発表してから計 6 度延期。結局アメリカ政府認可をクリアできず、2020 年に事業化凍結。2023 年に撤退となりました。航空機開発と IT 事業のスピード感が違うことを加味しても、多くの日本の大企業は撤退判断が遅すぎると思います。どういう状況になれば撤退するというラインを決めていなかったのでしょうか。私は 2008 年当時、大手運用会社で機械セクターのアナリストをしており、航空機参入を発表した大宮新社長に計画を聞いたことを思い出します。経産省の意向もある案件で、明確な勝ち筋があつて始めたプロジェクトではないと感じました。それから 1 兆円もの開発費が無駄になり、株価は計画発表した 2008 年 3 月から横ばいです。現在の時価総額は 1.7 兆円ですから、会社の価値の 60% も無駄遣いした責任は誰がとったのでしょうか？愛からず 5 年周期で交代する三菱重工の社長を見てみると、良く分かりません。コロナ禍もあり、航空機需要は蒸発。いよいよ会社全体が危ないという危機感があつて、ようやく撤退を決断できたのでしょうか。



日本で社長をしている友人が、「撤退できるから挑戦できる」と言っていたことに深く共感します。早めに撤退して余力を残しておかないと、次の挑戦ができません。細かい数字は忘れましたが、第二次世界大戦でも、欧米の部隊は普通 5% くらい失われると、一度退却するそうです。ところが日本軍は 10% 失われても退却しなくて恐れられたと読んだことがありましたが、それは退却しなかったのではなく、メンツなど色々あつて退却できなかったのでしょうか。継続が良、撤退が悪という文化はどうすれば変わるのかなと考えさせられます。

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。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 02/02 | 時価総額 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 | 2,815 | 13 | 2002 | 21 | 肖俊偉 | 1972 | 51 | 66% | 5,027 | 79% | 靴小売り |
| 9272 | ブティックス | 2020年10月 | 856 | 3,895 | 20 | 2006 | 17 | 新村祐三 | 1966 | 57 | 54% | 4,600 | 18% | 介護M&A |
| 4345 | C T S | 2022年07月 | 820 | 831 | 36 | 1972 | 51 | 横島泰蔵 | 1960 | 63 | 38% | 1,504 | 81% | 建設IT |
| 6086 | シンメンテ | 2022年08月 | 1,384 | 1,392 | 42 | 1999 | 24 | 内藤秀雄 | 1943 | 80 | 22% | 2,700 | 94% | 飲食店メンテナンス |
| 4489 | ペイロール | 2022年09月 | 703 | 739 | 75 | 1989 | 34 | 湯浅哲哉 | 1958 | 65 | 4% | 1,622 | 120% | 給与計算アウトソーシング |
| | Interactive Brokers | 2022年10月 | 80.15 | 80.94 | 34 | 1978 | 45 | | | | | 160 | 98% | 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 2023年3月1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% | -5.0% | 9.9% | -3.6% | -0.7% | -13% |
| 2023 | 5.5% | 3.2% | | | | | | | | | | | 9% |

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% | -3% | -4% | -18% | -19% |
| 2023 | 9% | | 5% | | 3% |
| 累計 | 458% | 78% | 54% | 147% | 115% |
| 年率換算 | 21% | 7% | 5% | 11% | 9% |
| 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)

