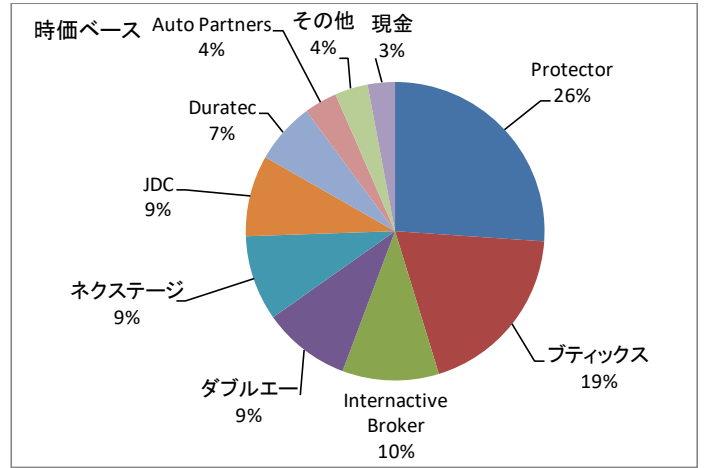
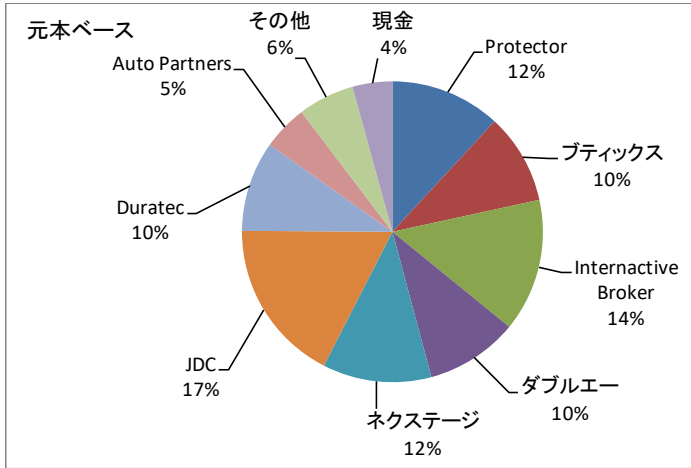
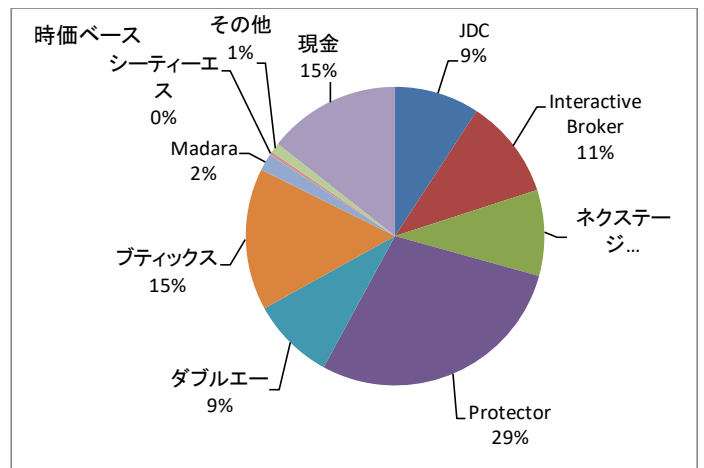
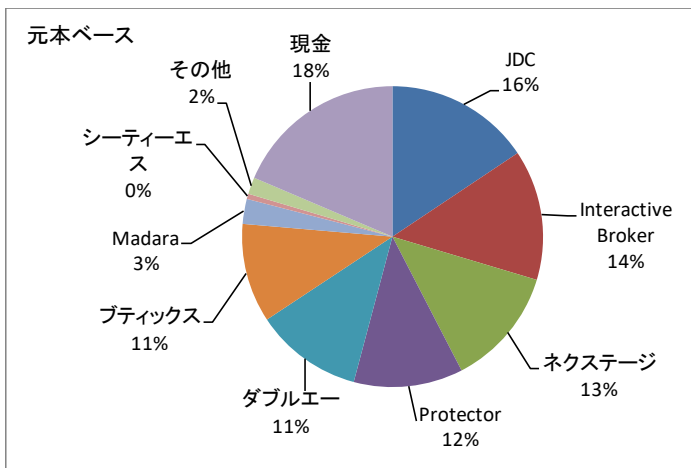


2023年6月末のポジション報告をお送りします。これまでは外国株式の取得金額を計算するときに、当時の為替レートを使っていましたが、大幅な円安で現在の為替レートとの差が大きくなってしまいました。そこで、今月から取得金額の計算にも現在の為替レートを使うことにしました。今後は為替動向によって、売買がなくても元本ベース比率が変動する可能性がありますので、ご了承ください。



比較のため、5月末のポートフォリオは以下の通りです。



保有銘柄詳細 (時価ベース順)

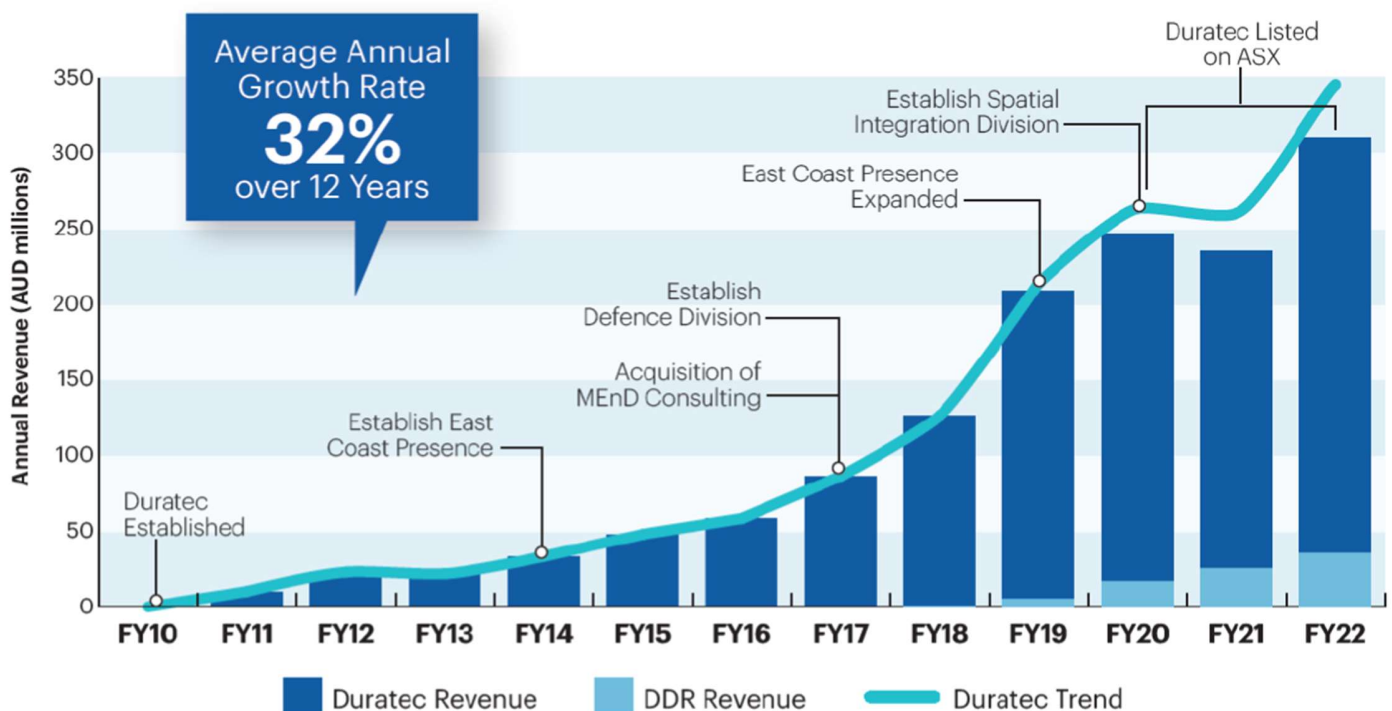
会社名	事業	本社	取得単価	元本ベース比率	時価	時価ベース比率	投資収益	3年後価値予想	対時価	年利換算	今月の取引
Protector	損害保険	ノルウェー	52	12%	165	26%	218%	267	62%	17%	
ブティックス	展示会	日本	1,023	10%	2,919	19%	185%	4,114	41%	12%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	78	14%	83	10%	6%	151	81%	22%	
ダブルエー	靴小売	日本	3,212	10%	4,435	9%	38%	6,963	57%	16%	一部売却
ネクステージ	中古車販売	日本	2,438	12%	2,787	9%	14%	5,982	115%	29%	
JDC	保険プラットフォーム	ドイツ	25	18%	18	9%	-28%	33	82%	22%	
Duratec	インフラ補修	オーストラリア	1.14	10%	1.13	7%	-1%	2.99	165%	38%	新規購入
Auto Partners	自動車部品卸売り	ポーランド	19	5%	20	4%	7%	43	115%	29%	新規購入
その他				6%		4%					
現金				4%		3%					

今月は新規投資に値する会社が2社も見付き、良い一か月でした。2022年はNaked Wine、Beenos、Voxturと一過性のコロナ恩恵を受けた銘柄を見誤ってしまい、長期的な競争力に疑問がある事業に手を出して大きな失敗続きでしたが、今回の2社はまともな必需品に近い事業を展開しています。この2社とも、Sohra Peak Capital ([リンク](#)) という2021年に設立されたアメリカの運用会社がホームページで公開している調査レポートから発見しました。無料公開する理由は、マーケティングです。新興運用会社の場合、十分な運用実績がありません。新規顧客から資金を集めるために、自らの調査力を示す調査レポートを開示するのでしょう。このようなレポート、もちろん玉石混交ですが、Sohra Peak Capitalは4社の公開レポート全てが素晴らしいと思いました。うち2社は残念ながら既に株価が上昇してしまっていますが、今回投資した2社はまだ割安だと判断しました。Sohra Peak CapitalのJonathan Cukierwarさん、貴重なアイデアをシェアして頂き、どうもありがとうございます。

### 新規銘柄：Duratec 本社：オーストラリア ([リンク](#))

Sohra Peak Capitalによる英文レポートはこちら ([リンク](#))

2010年創業、2020年に上場したオーストラリアでインフラ補修を行っている会社です。インフラと言っても、工程が決まっていて簡単で競争が激しい道路の舗装や水道管の修理ではなく、例えば港湾設備を稼働させたまま更新するなど、難易度の高い一点ものの工事を扱っています ([動画リンク](#))。



創業以来、主に地域の拡大を通して年率30%以上で増収しています。また、難易度の高い工事が多いため、営業利益率6%と一般的な施工業者の2倍近い利益率を確保しています。インフラは必ず経年劣化するため、補修か更新が必要になります。現在のような高インフレ環境では更新費用が高くなり、オーナーは出来るだけ補修して利用年数を伸ばしたいと想像します。価格だけでなく、人材不足による工期延長リスクも、更新工事の方が高いでしょう。しかし、補修は難しいです。私も大工見習として古民家改修も新築工事も経験しましたが、新築の方がはるかに簡単です。改修は、どこまで壊れているのか、どこまで直すのかという数多くの判断が求められるからです。

Duratecの競争優位性としては、これまでの施工実績があります。工事経験の少ない会社が新規参入しようと思っ

ても、仮に価格が多少安くても、なかなか受注できないと思います。今後 20 年、30 年使い続けなくてはいけないインフラ設備の工事、できれば実績ある企業にお願いしたくないですか？仮に 10 年後に工事不良など見つかった場合、余計にコストがかかってしまいます。もう一つの強みが、MenD Consulting ([リンク](#)) という子会社の存在です。これは難易度の高い補修工事のアドバイスを行う建設コンサル会社です。何しろ、前例のない工事も多いので、現状把握から、どのような選択肢があり得るのかを技術面、費用面からアドバイスするそうです。仮に MenD Consulting がなかった場合、Duratec は施工リスクの高い案件ですが、自前でプロジェクト評価を行ったうえで入札する必要があります。ところが、MenD Consulting は顧客から費用を頂いてこの事前評価を行う会社なのです。おかげで多くの情報と正確なリスク判断に基づいて価格決定することができます。顧客も多くの選択肢を事前に検討できるので、ぼったくられていると感じることが減るでしょう。特に驚いたのが、ドローン飛行で 3D モデルを作成して行う現状評価です。この Duratec 社の HP に公開されている 3D モデルを見てみてください ([リンク](#))。1mm の精度でヒビや劣化状態を見ることができます。これまで人が対象物近くまで行かないと確認できなかったことを思うと、雲泥の違いです。見落とした場所があっても、現場に戻る必要もありません。そして、モデルを見ながら顧客に説明すれば、思い違いも防止できます。材料劣化を調べる打音調査など現場に行く工程もあるのですが、そのうちドローンに超音波診断などオプションをつけることで解決されるのだらうと思います。ドローンによる 3D モデル評価は、そこでも標準になると思います。

**新規銘柄 : Auto Partner 本社 : ポーランド ([リンク](#))**

Sohra Peak Capital による英文レポートはこちら ([リンク](#))

1993 年創業、2013 年上場、Auto Partner は自動車補修部品の卸売り業者です。顧客は自動車修理工場になります。色々なメーカーの車が持ち込まれてきますが、限られた場所で補修部品を全て保管することはできません。オイルフィルターやブレーキパッドなど定番部品以外は取り寄せになります。そこで、Auto Partner は各地に倉庫を作り、1 日 3-5 回部品を配送するサービスを行っています。自動車メーカーが直接届ければよいと思うかもしれませんが、仮に 10 の自動車メーカーが 1000 ある自動車修理工場に対して 1 日 1 回配送を行うと、 $1000 \times 1 \times 10 = 1$  日 1 万回の配送が必要になります。間に卸売り業者が入って在庫を持つと、自動車メーカーから卸売り業者に 2 日に 1 回、卸売業者から自動車修理工場に 1 日 4 回配送しても、 $0.5 \times 10 + 1000 \times 4 = 4005$  回の配送回数で済みます。自動車メーカーは配送回数を下げられ、自動車修理工場は整備スケジュールに合わせて 4 倍の配送を受けられるので、まさに Win-win です。このように、数多くのサプライヤーと顧客がいる産業構造では、卸売業者の存在意義が高まります。

以上のような明確な存在理由があるため、世界中の多くの国で自動車補修部品の卸売りは優良事業です。部品自体はどこから買っても一緒なので、差別化ポイントは (1) 品揃え。大型倉庫で 10 万点。(2) 注文のしやすさ。IT 投資に力を入れて、スマホやパソコンから EC 購入できるようにしています。(3) 配達スピード。1 日 3-5 回配達してくれます。(4) 価格。仕入れ量が増えるほど、自動車メーカーに対して価格交渉力が増します。その一部は顧客還元して競争優位性を拡大できます。上場以来の売上成長率は年率 25%。ポーランドでの拡大に加え、ヨーロッパ圏への売上拡大が顕著で、現在の売上比率は 50 : 50 です。

旧共産圏であるポーランドが民主化、市場化したのは 1990 年、つい 30 年前の話です。民主化直後に創業された企業のうち、競争力を持った企業が時価総額 1000 億円レベルに到達して、ポーランドを超えて欧州圏で勝負できる規模になってきているようです。ポーランドは発展途上国に分類されているため、先進国にのみ投資できる数多く

の投資ファンドは対象外になっています。多くの投資家が見ていないせいか、とにかく割安で驚きました。Auto Partner社は、コロナ前から株価4倍になっていますが、それでもPER13倍。25%成長している会社がPER13倍というのは、日本市場の感覚ではとてつもなく安いです。自動車修理部品という必需品を扱っているわけですから、利益や成長の持続性にも自信が持てます。一瞬で安いと判断できる投資案件、久しぶりに見ました。本社と上場市場がポーランドというだけで、売上の50%がポーランド外の欧州圏ですから、半分欧州株と言ってよい。この会社が例えばドイツに本社があって上場していたら、現在の50~100%高い評価になっていると思います。ポーランドなど、先進国に分類されていない市場にはチャンスが眠っている可能性が高いと再認識しました。私はショパン国際空港での乗り継ぎ以外でポーランドに行ったことがありません。早いところ一度視察旅行に行きたいなと思ってウズウズしています。

新興国＝ハイリスクとまとめて決めつけて回避することなく、世界中どこにでも優秀な事業家がいるという前提のもとに一社ずつ調べていきたいです。一般的に危ないとレッテルを貼られている、ロシアに近い東欧、インフレ率が高いトルコやアルゼンチン、政治リスクが高い中国など、狙い目かもしれません。

## 買い物リスト

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銘柄ほど日米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 06/30	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			事業内容		
									株価	評価日	上幅			
ダブルエー	2020年09月	3,370	4,435	21	2002	21	肖俊偉	1972	51	66%	6,980	07/01	57%	靴小売り
ブティックス	2020年10月	428	2,919	30	2006	17	新村祐三	1966	57	54%	4,133	07/01	42%	介護M&A
C T S	2022年07月	820	738	32	1972	51	横島泰蔵	1960	63	38%	1,331	07/01	80%	建設IT
シンメンテ	2022年08月	1,384	1,303	14	1999	24	内藤秀雄	1943	80	22%	2,508	07/01	92%	飲食店メンテナンス
ペイロール	2022年09月	703	861	15	1989	34	湯浅哲哉	1958	65	4%	972	07/01	13%	給与計算アウトソーシング
Interactive Brokers	2022年10月	80	83	4,400	1978	45					151	07/01	82%	オンライン証券
ネクステージ	2023年04月	2,453	2,787	225	1998	25	広田靖治	1973	50	37%	6,006	07/01	115%	中古車販売

## 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。

7月8日(土) 日本時間午後9時~

ビデオ通話のリンク: <https://meet.google.com/gpu-tfkb-ohk>

長友 2023年7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%	-1.3%	3.8%	3.5%	14.5%							32%

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	32%		21%		16%
累計	577%	78%	77%	147%	141%
年率換算	22%	7%	6%	11%	10%
過去3年(年率)	7%	6%	3%	8%	6%
過去5年(年率)	14%	3%	1%	9%	8%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

