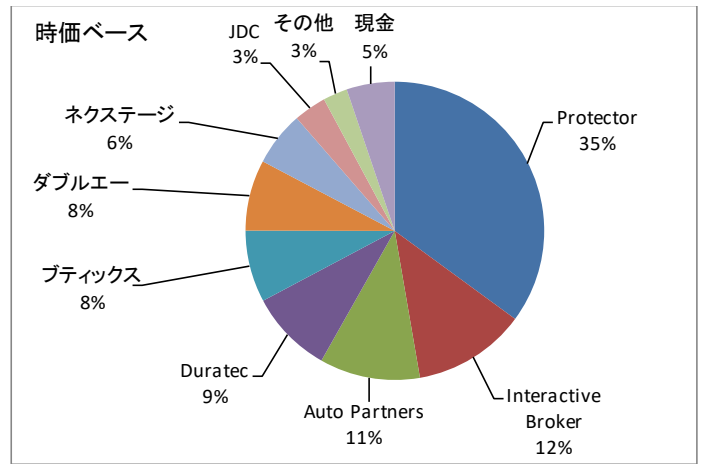
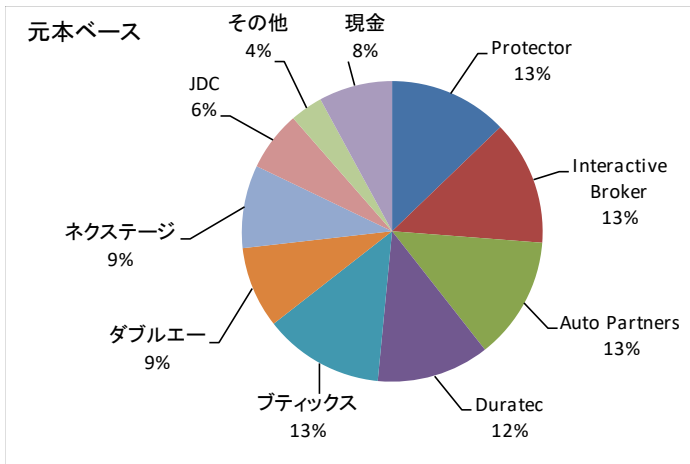
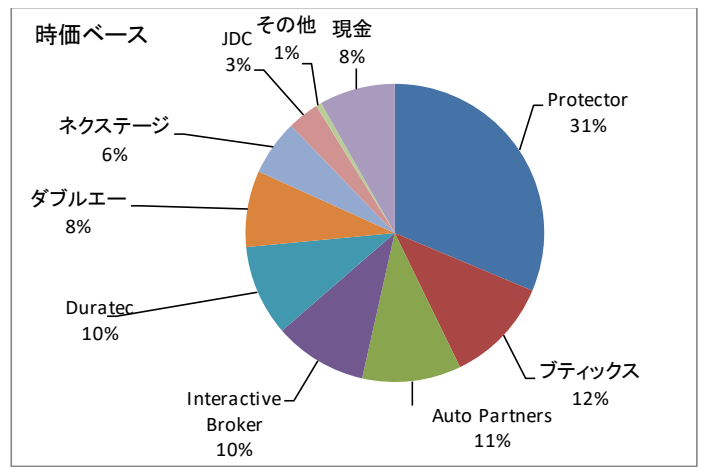
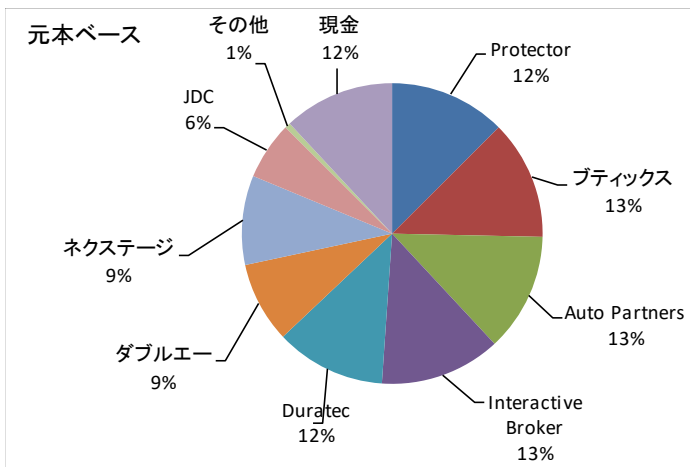


2024年2月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024年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 (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    | 13%     | 216   | 35%     | 315% | 298     | 38%  | 11%  |       |
| Interactive Broker | オンライン証券    | アメリカ    | 79    | 13%     | 109   | 12%     | 38%  | 140     | 29%  | 9%   |       |
| Auto Partners      | 自動車部品卸売り   | ポーランド   | 21    | 13%     | 26    | 11%     | 25%  | 53      | 100% | 26%  |       |
| Duratec            | インフラ補修     | オーストラリア | 1.15  | 12%     | 1.30  | 9%      | 13%  | 2.04    | 57%  | 16%  |       |
| ブティックス             | 展示会        | 日本      | 1,137 | 13%     | 1,038 | 8%      | -9%  | 2,039   | 96%  | 25%  |       |
| ダブルエー              | 靴小売        | 日本      | 1,656 | 9%      | 2,203 | 8%      | 33%  | 3,095   | 40%  | 12%  |       |
| ネクステージ             | 中古車販売      | 日本      | 2,441 | 9%      | 2,443 | 6%      | 0%   | 2,851   | 17%  | 5%   | 一部売却  |
| JDC                | 保険プラットフォーム | ドイツ     | 25    | 6%      | 21    | 4%      | -16% | 34      | 66%  | 18%  |       |
| その他                |            |         |       | 4%      |       | 3%      |      |         |      |      |       |
| 現金                 |            |         |       | 8%      |       | 5%      |      |         |      |      |       |

## 事実は小説り奇なりーブティックス編

(ブティックスの株価推移)



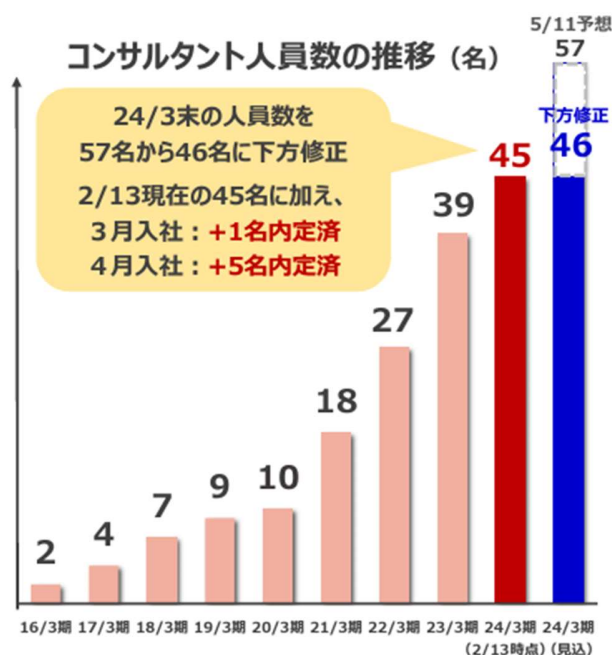
34年ぶり高値更新！日経平均4万円突破目前！NISA祭りだ！と絶好調な日本株市場ですが、裏腹に私の保有する日本株は低空飛行。特にブティックス株は昨年末約1600円から現在約1000円と急降下しています。実は昨年末に一時帰国した際、ブティックスの新村社長と面談予定がありました。創業社長に対しては尊敬の念を持っているので、楽しみに当日三田にある本社に行ってみると、「急用が入ったため社長は会えない。代わりにIRが会います。」との対応。社長に会いたいから本社まで出向いたわけで、せめて当日の午前中に言ってくれば無駄足は省けましたよね。その後、代替日が提示されるわけでもなく、カナダ帰国後に再度社長とウェブ面談を願うと、今度は「保有株式数の少ない投資家と社長は会わないことにした」という上から目線な回答。いやいや、私と社長の約束は新方針前のことで、いくら何でも個人投資家を馬鹿にしすぎじゃないのか、上場企業はおろか普通の企業の対応としても大丈夫かと不審に思っていました。思い出すだけで腹が立ってきます。

決まっていたミーティングを当日になってドタキャンしなくてはいけない用事とは何か？本人の急病ではなさそうなので、身内の不幸か？急な企業買収のチャンスが出たのかな？などと想像を膨らませていた答えが、2月13日の四半期決算とともに明らかになりました。なんと、従業員による不正行為でした。新村社長はその対応に追われていたようで、そんな可能性は全くの想定外。投資家という外部の立場からは「会社」という一つの組織の業績や株価が見えるだけですが、あらためて、「法人」は概念でしかなく、実は人間の集まりでしかないと再認識させられます。どんな会社にも頑張っている人もいればさぼっている人もいて、誠実な人も不正を働く人もいる。全体としてよりよい方向に動かしていくのが経営者であり、一見すると順調に動いているように見える企業が、いかに不断的努力を通して方向を保っているか。キーエンスのようにそれが高い次元で実践できている会社からすれば、「別に特別なことなんてやってませんよ。当たり前のことを当たり前にやっているだけです。」というなんとも味気ない説明になるわけですが、上場企業でも次々に不祥事が明らかになる現実を見ると、当たり前のことを当たり前に長期間持続させることがいかに難しいことなのかが良く分かります。

M&A 仲介事業において、3名のコンサルタントが架空出張をでっちあげて交通費を着服していたそうです。平均的なコンサルタントは月4-5回出張を行い、新幹線なら往復3万円から、飛行機で九州や北海道となると、往復7-8万円かかるそうです。一人で月30-40万円、年間400-500万円の旅費交通費を使うので、なかなか大きな支出項目です。この3名は飛行機を予約すると事前に領収書が発行され、かつ羽田空港で当日キャンセルすれば現金で払い戻される点を利用して、2年間で合計2000万円を着服。こういう不正の常としてだんだんエスカレートしていく

ので、2年目には一人平均500万円の着服。通常の2倍出張をしているフリをしていたそうです。M&Aコンサルタントは平均して年間6案件を成約。案件ごとに平均700万円くらいの手数料収入があるので、一人4000万円の売上です。扱う金額が大きいため、経費チェックも甘くなってしまい、出張申請や報告義務がない状態だったようです。「大きな案件になりそうなので、行ってきます！」というイメージでしょうか。会社は3名は共犯ではないと説明していますが、本当でしょうか。でも単独犯ならバレなかった可能性もある。3名が調子によってエスカレートさせたために金額が大きくなって発覚した訳ですから、お互いにお前のせいでバレたぞ！と思っているのかもしれない。

経験が数年以上あるコンサルタント30名のうち3名、1割カラ出張が発生していたという実態は割合が高すぎると思います。また、数年間も気づかなかったという管理体制の不備についてはかなり残念です。下図のように5年で10名から50名にコンサルタント数を急拡大してきたことの弊害なのかもしれません。特に管理せずとも顔が見える範囲で誰が何をやっているかお互いに把握できる規模から、仕組で対応する規模への転換で躓いたようです。



私はブティックスを2020年10月に450円で少量買いました。好業績が続き、株価は2023年7月に一時3000円を超え、2000円に戻ったところで大きく買い増しました。企業の想定価値の50%での投資を目指しているので、ブティックスは4000円の価値があると考えていました。その大きな根拠はM&A事業の成長です。人材の急拡大 x 一人あたり案件数の拡大 x 案件単価の上昇と三拍子揃ったバラ色の未来を前提にしていました。しかし、現実的には人材が急拡大すれば新人比率が増えるわけですから短期的には一人あたり案件数は減るはずだし、案件数をこなすためには少額案件をこなして単価は下がる可能性が高い。随分と夢を見てしまいました。次ページに、急拡大のひずみが見えた現在の予想と過去の強気予想を載せています。M&A事業は軌道にのると設備投資が必要ないために高い利益率を維持して急拡大できます。そのため、標準予想と強気予想の利益額は2028年3月期で14億と42億と大きな差ができています。前提の差が重なって想定利益が3倍も開いてしまったのです。ブティックスの時価総額は現在100億円ですから、利益が30億円ブレれば投資判断が変わるのは言うまでもありません。

現在の予想でのブティックスの3年後の本質価値は2000円。不正発表で株式市場からの信頼も評価もがた落ちの現状は割高であるリスクは低いと思います。1000円は安いんじゃないかなと思って保有を続けていますが、2000円での追加購入は余計でした。毎回反省文を書いている気分になってきました、今回はこれくらいです。

| 標準予想       | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 予想     | 予想     | 予想     | 予想     | 予想 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
|            | Mar-16 | Mar-17 | Mar-18 | Mar-19 | Mar-20 | Mar-21 | Mar-22 | Mar-23 | Mar-24 | Mar-25 | Mar-26 | Mar-27 | Mar-28 |    |
| 売上 (十億円)   | 0.05   | 0.15   | 0.29   | 0.40   | 0.36   | 0.60   | 1.31   | 1.77   | 1.82   | 2.48   | 2.26   | 2.54   | 2.82   |    |
| 成約案件数      | 9      | 25     | 42     | 51     | 49     | 85     | 129    | 144    | 148    | 248    | 283    | 318    | 353    |    |
| 期末コンサル人数   | 2      | 4      | 7      | 9      | 10     | 18     | 27     | 39     | 46     | 53     | 60     | 67     | 74     |    |
| 増加         |        | 2      | 3      | 2      | 1      | 8      | 9      | 12     | 7      | 7      | 7      | 7      | 7      |    |
| 平均コンサル人数   |        | 3      | 6      | 8      | 10     | 14     | 23     | 33     | 43     | 50     | 57     | 64     | 71     |    |
| 1人あたり案件数   |        | 8.3    | 7.6    | 6.4    | 5.2    | 6.1    | 5.7    | 4.4    | 3.5    | 5.0    | 5.0    | 5.0    | 5.0    |    |
| 案件単価 (百万円) | 5.2    | 6.1    | 6.8    | 7.8    | 7.3    | 7.1    | 10.1   | 12.3   | 12.3   | 10.0   | 8.0    | 8.0    | 8.0    |    |
| %売上成長率     |        |        | 88%    | 38%    | -9%    | 68%    | 117%   | 35%    | 3%     | 36%    | -9%    | 12%    | 11%    |    |
| 成約案件数      |        |        | 68%    | 21%    | -4%    | 73%    | 52%    | 12%    | 3%     | 67%    | 14%    | 12%    | 11%    |    |
| 平均コンサル人数   |        |        | 83%    | 45%    | 19%    | 47%    | 61%    | 47%    | 29%    | 16%    | 14%    | 12%    | 11%    |    |
| 1人あたり案件数   |        |        | -8%    | -17%   | -19%   | 18%    | -6%    | -24%   | -20%   | 44%    | 0%     | 0%     | 0%     |    |
| 案件単価       |        |        | 12%    | 14%    | -5%    | -3%    | 43%    | 21%    | 0%     | -19%   | -20%   | 0%     | 0%     |    |
| セグメント利益    |        |        |        |        | 0.20   | 0.39   | 0.78   | 1.02   | 0.86   | 1.19   | 1.11   | 1.27   | 1.44   |    |
| %利益率       |        |        |        |        | 55%    | 65%    | 59%    | 57%    | 47%    | 48%    | 49%    | 50%    | 51%    |    |

| 強気予想       | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 実績     | 予想     | 予想     | 予想     | 予想     | 予想 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
|            | Mar-16 | Mar-17 | Mar-18 | Mar-19 | Mar-20 | Mar-21 | Mar-22 | Mar-23 | Mar-24 | Mar-25 | Mar-26 | Mar-27 | Mar-28 |    |
| 売上 (十億円)   | 0.05   | 0.15   | 0.29   | 0.40   | 0.36   | 0.60   | 1.31   | 1.77   | 2.05   | 2.65   | 3.85   | 5.31   | 7.02   |    |
| 成約案件数      | 9      | 25     | 42     | 51     | 49     | 85     | 129    | 144    | 167    | 265    | 385    | 531    | 702    |    |
| 期末コンサル人数   | 2      | 4      | 7      | 9      | 10     | 18     | 27     | 39     | 57     | 76     | 96     | 117    | 139    |    |
| 増加         |        | 2      | 3      | 2      | 1      | 8      | 9      | 12     | 18     | 19     | 20     | 21     | 22     |    |
| 平均コンサル人数   |        | 3      | 6      | 8      | 10     | 14     | 23     | 33     | 48     | 67     | 86     | 107    | 128    |    |
| 1人あたり案件数   |        | 8.3    | 7.6    | 6.4    | 5.2    | 6.1    | 5.7    | 4.4    | 3.5    | 4.0    | 4.5    | 5.0    | 5.5    |    |
| 案件単価 (百万円) | 5.2    | 6.1    | 6.8    | 7.8    | 7.3    | 7.1    | 10.1   | 12.3   | 12.3   | 10.0   | 10.0   | 10.0   | 10.0   |    |
| %売上成長率     |        |        | 88%    | 38%    | -9%    | 68%    | 117%   | 35%    | 16%    | 29%    | 46%    | 38%    | 32%    |    |
| 成約案件数      |        |        | 68%    | 21%    | -4%    | 73%    | 52%    | 12%    | 16%    | 58%    | 46%    | 38%    | 32%    |    |
| 平均コンサル人数   |        |        | 83%    | 45%    | 19%    | 47%    | 61%    | 47%    | 45%    | 39%    | 29%    | 24%    | 20%    |    |
| 1人あたり案件数   |        |        | -8%    | -17%   | -19%   | 18%    | -6%    | -24%   | -20%   | 14%    | 13%    | 11%    | 10%    |    |
| 案件単価       |        |        | 12%    | 14%    | -5%    | -3%    | 43%    | 21%    | 0%     | -19%   | 0%     | 0%     | 0%     |    |
| セグメント利益    |        |        |        |        | 0.20   | 0.39   | 0.78   | 1.02   | 1.03   | 1.39   | 2.12   | 3.05   | 4.21   |    |
| %利益率       |        |        |        |        | 55%    | 65%    | 59%    | 57%    | 50%    | 53%    | 55%    | 58%    | 60%    |    |

## 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 2024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%   | -1.3%  | 3.8%  | 3.5%  | 14.5% | 6.4%  | -3.2% | -2.0% | -8.4% | 4.3%   | 3.2%   | 32%  |
| 2024     | -0.6%  | 5.6%   |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        | 5%   |

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%    | -2%      | -4%   | -18%     | -19%  |
| 2023     | 32%     | 28%      | 25%   | 26%      | 24%   |
| 2024     | 5%      |          | 13%   |          | 7%    |
| 累計       | 608%    | 128%     | 107%  | 212%     | 176%  |
| 年率換算     | 21%     | 9%       | 7%    | 12%      | 11%   |
| 過去3年(年率) | 14%     | 12%      | 10%   | 10%      | 8%    |
| 過去5年(年率) | 19%     | 12%      | 10%   | 16%      | 14%   |

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

