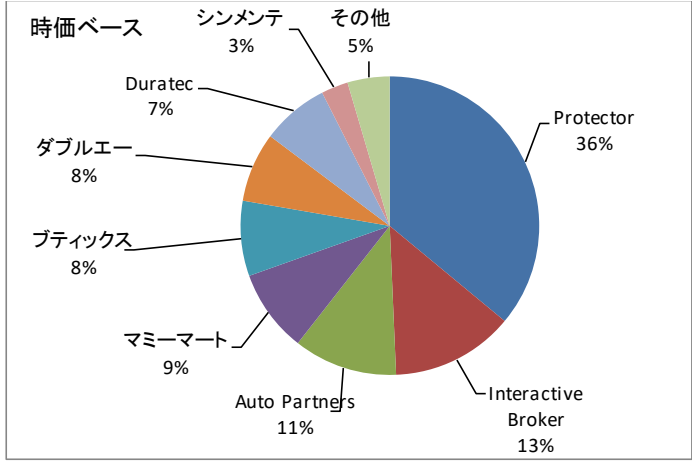
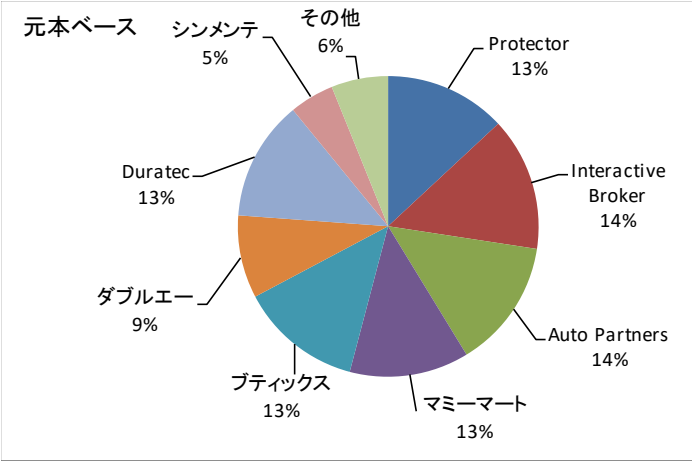
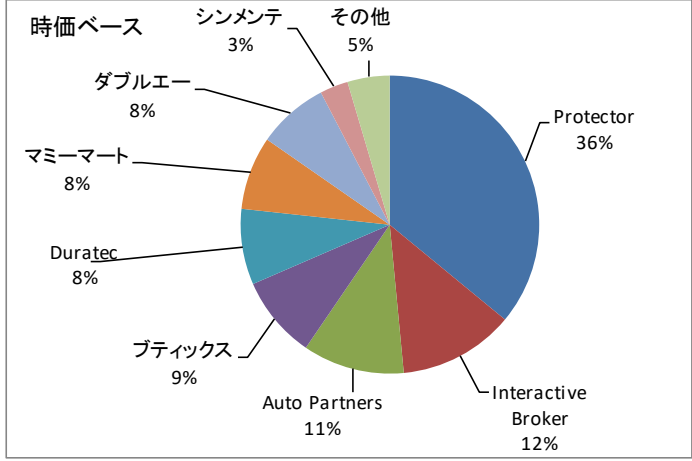
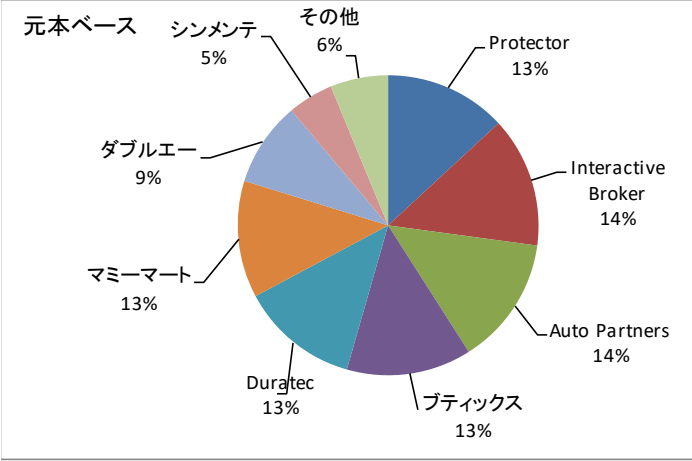


2024 年 4 月末のポジション報告をお送りします。



V

比較のため、2024 年 3 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%	226	35%	336%	319	41%	12%	追加購入
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	14%	115	13%	47%	141	23%	7%	
Auto Partners	自動車部品卸売り	ポーランド	21	13%	27	11%	28%	59	118%	30%	
マミーマート	スーパー	日本	4,780	12%	5,270	9%	10%	13,070	148%	35%	
ブティックス	展示会	日本	1,137	13%	1,112	8%	-2%	2,096	89%	24%	
ダブルエー	靴小売	日本	1,656	9%	2,216	7%	34%	3,673	66%	18%	
Duratec	インフラ補修	オーストラリア	1.15	12%	1.03	7%	-11%	1.95	90%	24%	
シンメンテ	飲食店保守	日本	1,428	5%	1,371	3%	-4%	2,577	88%	23%	
その他				6%		4%					
現金				3%		2%					

マミーマート (パート 2)

先月に続き、マミーマートについての考えを共有させてください。おさらいですが、マミーマートは 1965 年に埼玉で創業したスーパーマーケットで現在埼玉県と千葉県を中心に 80 店舗を運営しています。2018 年までは特色のない数ある地方スーパーの一つという感じでしたが、3 代目社長の岩崎裕文さん（1972 生まれ）が人口減少によって市場規模が縮小する中でどう生き抜くのかと模索して「生鮮市場 TOP」という新業態にたどり着きます。既存店を大幅改装することで、売上 2 倍、利益 5 倍と生まれ変わらせることに成功しています。これまでに 20 店舗を改装した平均実績なので、80 店舗すべてに当てはまるかは分かりませんが、ある程度再現性があると思っています。

まず、日本はスーパーの数が多すぎると思います。正確に言うと、スーパーに限らず、日本はほとんどの業種でプレイヤーが多すぎます。中小企業が多く寡占化が進まないため、規模の経済が働かずに生産性が上がらず、結局賃金が上がらないように感じます。下に各国のスーパー市場シェアを載せました。これを見ると、日本の 64%は特に低くないように見えますが、日本では食品を購入できる場所がスーパーに限らず、コンビニやドラッグストアまで競合しているため、実際の食品購入金額におけるシェアはさらに低いと感じます。さらに、他国ではランクインしているコストコなどのディスカウントストアですが、日本の統計ではスーパーに含まれていないと思います。例えば、カナダは人口 4100 万人と日本の 1/3 ですが、スーパー上位 5 社で市場シェア 80%。ドラッグストアでも非生鮮食品は購入できますが、コンビニはありません。新規参入が少なく消費者側の選択肢が少ないため、スーパーの立場が強いです。コロナ後のインフレ局面で強気に値上げして最高益を出し、社会問題になっていました。

日本が本格的な人口減少局面に入中、スーパー市場でも寡占化が進むと予想します。これまで長期にわたって超低金利によって本来は自然淘汰されるべき低収益企業を保護してきた日本ですが、いよいよ需要減少よりも先に従業員確保が問題となっています。もっと早い段階で、余裕があるうちに株主や銀行からの圧力で業態転換していればと思うのは後の祭りです。現在の埼玉県のスーパーの状況は以下の通りです。これは食品スーパーのみのリストで、これ以外にも激安スーパー（例：業務スーパー）、ディカウントショップ（例：ドン・キホーテ）、総合スーパー（例：イオン、イトーヨーカドー）、小型スーパー（例：アコレ、まいばすけっと）、生協、高級スーパー（例：成城石井）、コンビニと食品を買える場所はとても多いことを追記しておきます。

各国のスーパー市場シェア							食品スーパー店舗数							
	日本	アメリカ	カナダ	ドイツ	フランス	イギリス	埼玉県	店舗数	店舗シェア	株主	会長	年齢	社長	年齢
1	イオン	Walmart	Loblaws	Edeka	Leclerc	Tesco	1 ヤオコー	98	16%	創業家	川野幸夫	82	川野澄人	49
	38%	25%	29%	21%	23%	28%	2 ベルク	79	13%	創業家	原島保	67	原島一誠	46
2	セブン&アイ	Costco	Sobeys	Rewe	Carrefour	Sainsbury's	3 マルエツ	55	9%	イオン				
	12%	7%	21%	13%	20%	16%	4 マミーマート	49	8%	創業家			岩崎裕文	52
3	ライフ	Kroger	Costco	Aldi	Mousquetaires	ASDA	5 カスミ	34	6%	イオン				
	5%	6%	11%	11%	16%	15%	6 コモディイイダ	34	6%	創業家			飯田武男	84
4	パロー	Sam's Club	Metro	Lidl	Groupement	Morrisons	7 いなげや	26	4%	イオン				
	5%	5%	11%	9%	11%	10%	8 東武ストア	24	4%	東武鉄道				
5	USMH	Publix	Walmart	Kaufland	Auchan	Aldi	9 ヨークマート	23	4%	セブン&アイ				
	5%	4%	8%	6%	9%	8%	10 エコス	20	3%	創業家			平邦雄	56
計	64%	47%	79%	60%	79%	76%	その他	164						
							合計	606						

(出典：日本 <https://gyokai-search.com/3-su-pa.htm>)

(出典：https://supermarket.geomedian.com/saitama_ken/)

上の図のように、埼玉県には約 600 店の食品スーパーがあり、上位 5 社が店舗の 52%、上位 10 社が店舗の 73%を占めます。上位 10 社のうち創業家が株主を続けているのはヤオコー、ベルク、マミーマート、コモディイイダ、

エコスの5社。うち、コモディイイダは一度は退任した84歳の飯田社長が業績不振を立て直すべく2021年に復帰したように、後継者不足に悩んでいます。創業家かつ世代交代に成功した4社が実質的な勝ち組企業だと評価しています。

次ページに、各社の過去10年の売上と営業利益をまとめました。勝ち組と負け組企業の差が一目瞭然です。ヤオコーとベルクの2社が誰もが認める勝ち組。過去10年の平均売上成長率は年率8%を超え、営業利益率は4%を超えています。私が調べた限り、日本の他の地域でも、この業績水準が勝ち組スーパーの平均値となっています。比べて、イオンに買収されてしまった3社（マルエツ、カスミ、いなげや）や、グループ傘下の非主力事業としてのスーパーマーケットであるヨークマートや東武ストアは売上成長が年率1%程度で、営業利益率は2%程度しかありません。勝ち組企業と何が違うのかというと、スーパーの品揃えに大差ないので粗利益率は似たようなものですが、勝ち組企業は売上高販管費率が2%ほど低くなっています。つまり、魅力的な店舗を作り、客数が多いことで、販管費率が低く抑えられるということだと理解しています。実際、埼玉県でヤオコー、ベルク、カスミ、マミーマート各社の店舗を回りましたが、カスミの店舗が空いていたことが印象に残っています。

マミーマートが変わり種で、2018年までは営業利益率2.5%程度と負け組水準ですが、過去5年は生鮮市場TOPの成功で4%台に乗ってきています。負け組と勝ち組の狭間から勝ち組に変化することができた稀有な例だと評価しています。過去10年の業績トレンドがマミーマートを除いて変わらないように、スーパー事業では勝ち組の好業績と負け組の低迷が長く持続する業種ようです。負け組スーパーは勝ち組スーパーの店舗づくりなど真似をすればいいのと思うのですが、現実はそのとおりではありません。特に大手グループ傘下のスーパー経営者はサラリーマン社長ですから、マミーマートのように大規模投資を行って店舗を改装する経営判断は取りにくいでしょう。市場が縮小して競争環境がさらに激化する中、ヤオコー、ベルク、マミーマートの3社がシェアを伸ばす可能性が高いと考えています。ヤオコー、ベルクは過去の実績があるので既に株式市場で相応の評価がされていますが、マミーマートに関してはまだ半信半疑だと感じます。2023年から既に株価2倍になっていると思われるかもしれませんが、まだ十分に再評価されていないと思っていて、そこに投資チャンスがあると見ています。

ヤオコーの売上は2024年3月期に約6300億円に対して、現在の時価総額3500億円です。株式評価の尺度の一つに、時価総額を売上高で割ったPrice to Salesがあり、ヤオコーは0.56倍で評価されています。同じくベルクは0.41倍、マルエツやカスミが合併してできたUSMH（ユナイテッド・スーパーマーケット）は0.16倍、いなげやは0.25倍です。つまり勝ち組スーパーは0.4~0.6倍、負け組スーパーは0.1~0.3倍という市場評価です。マミーマートは店舗改装によって今後5年以上は売上成長の見通しが立っています。3年後に売上2300億円として、Price to sales を掛けると時価総額900~1400億と現在から1.6~2.4倍の上値余地があると考えられます。

決算期	ヤオコー	ベルク	USMH	いなげや	マミーマート		
	Mar-24	Feb-25	Feb-25	Mar-24	Sep-24	Sep-27	
						弱気	強気
売上	630	380	745	260	160	230	230
時価総額	350	157	117	66	57	92	138
上値余地						1.6x	2.4x
Price / Sales	0.56x	0.41x	0.16x	0.25x	0.35x	0.40x	0.60x

（注：USMHはマルエツ、カスミ、マックスバリュ関東が統合したイオン系スーパー）

1	ヤオコー	Mar-14	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20	Mar-21	Mar-22	Mar-23	10年平均
	売上 (10億)	262	293	311	327	398	418	442	487	514	542	
	%YoY		12%	6%	5%	22%	5%	6%	10%	6%	5%	8.4%
	営業利益	12	13	14	15	18	19	21	23	25	26	
	%OPM	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	4.9%	4.8%	4.6%
2	ベルク	Feb-14	Feb-15	Feb-16	Feb-17	Feb-18	Feb-19	Feb-20	Feb-21	Feb-22	Feb-23	
	売上 (10億)	142	159	179	191	209	223	237	282	297	306	
	%YoY		12%	12%	7%	9%	7%	6%	19%	5%	3%	8.9%
	営業利益	7	7	8	9	10	10	10	12	13	14	
	%OPM	4.8%	4.6%	4.7%	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%	4.2%	4.4%	4.6%	4.6%
3	マルエツ	Feb-14	Feb-15	Feb-16	Feb-17	Feb-18	Feb-19	Feb-20	Feb-21	Feb-22	Feb-23	
	売上 (10億)	319	340	356	366	368	368	368	388	375	368	
	%YoY		6%	5%	3%	1%	0%	0%	5%	-3%	-2%	1.6%
	営業利益	3	5	7	8	8	6	5	10	6	4	
	%OPM	0.9%	1.4%	1.8%	2.1%	2.1%	1.6%	1.4%	2.6%	1.5%	1.0%	1.6%
4	マミーマート	Sep-14	Sep-15	Sep-16	Sep-17	Sep-18	Sep-19	Sep-20	Sep-21	Sep-22	Sep-23	
	売上 (10億)	93	97	101	103	105	109	124	135	131	143	
	%YoY		5%	4%	2%	2%	3%	14%	9%	-3%	9%	4.9%
	営業利益	2	3	3	3	3	2	5	6	5	6	
	%OPM	2.3%	2.8%	2.5%	2.9%	2.6%	1.5%	3.8%	4.4%	3.8%	4.1%	3.1%
5	カスミ	Feb-14	Feb-15	Feb-16	Feb-17	Feb-18	Feb-19	Feb-20	Feb-21	Feb-22	Feb-23	
	売上 (10億)	225	241	242	255	262	264	260	280	273	276	
	%YoY		7%	0%	5%	3%	1%	-1%	8%	-3%	1%	2.3%
	営業利益	6	7	8	6	6	6	4	8	6	4	
	%OPM	2.6%	2.9%	3.1%	2.5%	2.3%	2.3%	1.5%	2.9%	2.2%	1.4%	2.4%
6	コモディイイダ	Aug-14	Aug-15	Aug-16	Aug-17	Aug-18	Aug-19	Aug-20	Aug-21	Aug-22	Aug-23	
	売上 (10億)			94	94	92	91	95	91			
	%YoY				0%	-2%	-1%	3%	-4%			
7	いなげや	Mar-14	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20	Mar-21	Mar-22	Mar-23	
	売上 (10億)	222	232	249	249	246	243	245	256	241	238	
	%YoY		4%	7%	0%	-1%	-1%	1%	4%	-6%	-1%	0.8%
	営業利益	3	3	3	2	4	2	2	7	4	2	
	%OPM	1.2%	1.4%	1.3%	1.0%	1.5%	0.9%	0.9%	2.7%	1.5%	0.8%	1.3%
8	東武ストア	Mar-14	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20	Mar-21	Mar-22	Mar-23	
	(注：東武鉄道の流通セグメント業績)											
	売上 (10億)	208	205	199	195	193	228	266	216	137	163	
	%YoY		-1%	-3%	-2%	-1%	18%	17%	-19%	-37%	20%	-2.6%
	営業利益	1	1	0	2	2	2	3	-5	-4	3	
	%OPM	0.7%	0.3%	0.2%	1.0%	1.1%	0.9%	1.3%	-2.5%	-2.9%	1.6%	0.2%
9	ヨークマート	Feb-14	Feb-15	Feb-16	Feb-17	Feb-18	Feb-19	Feb-20	Feb-21	Feb-22	Feb-23	
	(注：セブン＆アイHDのスーパーストア事業セグメント業績)											
	売上 (10億)	2009	2012	1982	1949	1901	1902	1849	1810	1810	1449	
	%YoY		0%	-1%	-2%	-2%	0%	-3%	-2%	0%	-20%	-3.6%
	営業利益	30	19	4	20	21	21	21	30	19	12	
	%OPM	1.5%	1.0%	0.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.6%	1.0%	0.8%	1.1%
10	エコス	Feb-14	Feb-15	Feb-16	Feb-17	Feb-18	Feb-19	Feb-20	Feb-21	Feb-22	Feb-23	
	売上 (10億)	107	112	115	112	117	121	124	133	135	119	
	%YoY		4%	3%	-2%	4%	3%	2%	8%	1%	-12%	1.1%
	営業利益	2	2	4	3	4	4	4	6	6	4	
	%OPM	1.5%	2.2%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%	3.5%	4.3%	4.4%	3.7%	3.2%

ヨーロッパ旅行雑感

4月に2週間ほどヨーロッパに行きましたので、雑感をシェアします。

・羽田からイスタンブールのフライトで、日本に初めて観光に来たというスイス人カップルと話しました。回転寿司が衝撃の安さ&美味しさだったらしく（スイスの1/3の価格だとか）、回転寿司を食べては皿を高く積み重ねて写真を撮り、スイスの家族友人に「これがいくらだと思う？」と送っていたそうです。

・スイスのベルンという、フランス、ドイツ国境の町では、下図のような長期的なスイスフラン高によって、フランスやドイツで働くよりもスイスで働いた方が給料が1.5~2倍高いという状況が生まれているそうです。車で5分走って国境を越えれば給料1.5倍、かつユーロ圏内就労が可能であるため、ドイツ人やフランス人が仕事を求めてきている。彼らはドイツの1.2倍の給与でも喜んで働くが、それではドイツの1.5倍の給与のスイス人の仕事が奪われるため、他国民の賃金をスイス人以下にできない法律を作ったそうです。スイス人は国境を越えて安いフランスやドイツでお買い物。ベルンの小売店は大打撃を受けているそうです。移動コストの低い領域で為替差があるとどうなるかという事例が興味深かったです。（下図、1ユーロあたりのスイスフランです）



・欧州のガソリンは軒並み1リットル300円を超えていて驚きました。ロンドンはもちろん、物価が安いというイメージのあるラトビアやイタリアでもそうでした。日本政府はガソリン値上がり対策として1リットル20円ほどの補助金を入れて、1リットル200円を180円にしていますが、そもそもなぜ200円で高いと言えるのか疑問です。ロンドンの物価水準は日本の2~3倍だと感じましたが、ラトビアとはそう変わりません。産油国であるカナダですら、トロントでは1リットル200円弱します。輸入に頼る日本がカナダより安いとはおかしくないですか？ガソリン代を安く抑えることで、市場価格が突きつける産業構造の変化を起こさせないという、いつものパターンになることを懸念しました。

・ヨーロッパで泊まったのは安ホテルばかりで2人部屋1泊2万円の価格帯。それでも宿泊税として、ローマとフィレンツェは1泊1人約1000円、パリでは約1400円かかりました。一方、京都の宿泊税は1泊2万円以下は200円、2~5万円は500円、5万円以上は1000円となっているようです。正直、安すぎるでしょう。世界に誇る文化遺産の京都です。最低でも1泊1000円、1500円でも全く問題ないと思います。そんな誤差のような金額でインバウンド客の行動は変わりません。さっさと税収を上げて、オーバーツーリズム対策に使って欲しいです。

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 2024年5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%	3.8%	0.9%									10%

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	10%		16%		6%
累計	642%	128%	112%	212%	172%
年率換算	22%	9%	8%	12%	10%
過去3年 (年率)	14%	12%	10%	10%	8%
過去5年 (年率)	19%	12%	10%	16%	14%

