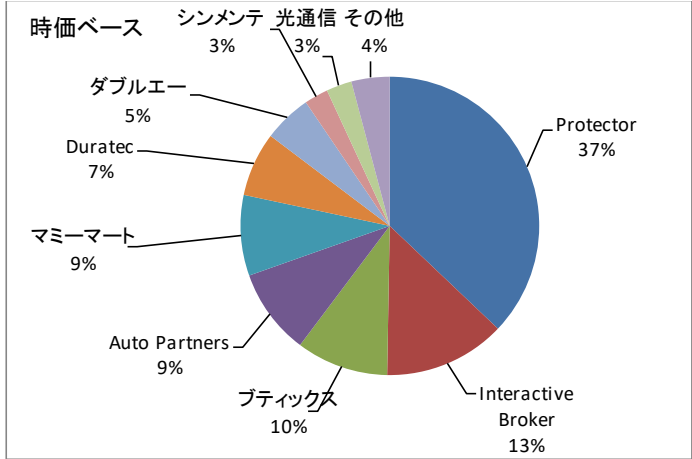
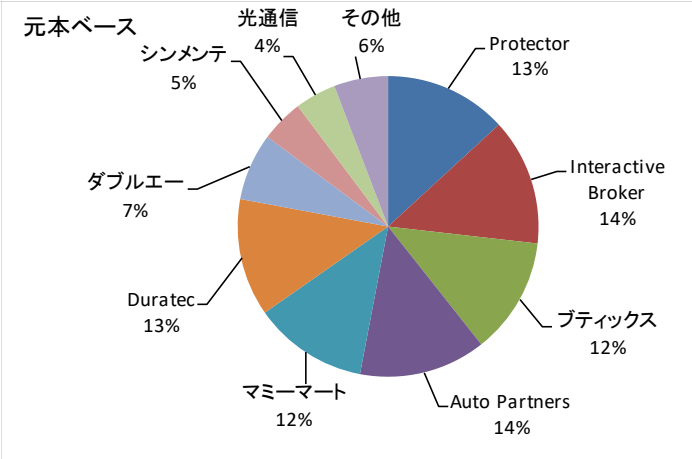
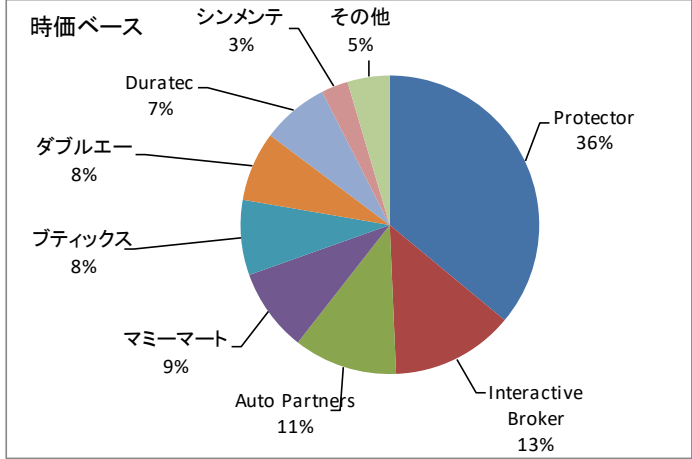
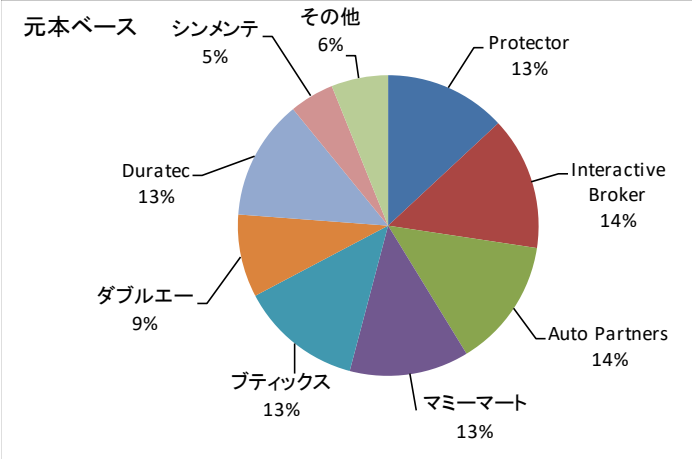


2024 年 5 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024 年 4 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%	243	37%	368%	321	32%	10%	一部売却 新規購入
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	13%	126	13%	60%	153	22%	7%	
ブティックス	展示会	日本	1,137	12%	1,499	9.9%	32%	2,515	68%	19%	
Auto Partners	自動車部品卸売り	ポーランド	21	13%	24	9.3%	13%	39	63%	18%	
マミーマート	スーパー	日本	4,780	12%	5,620	8.7%	18%	13,206	135%	33%	
Duratec	インフラ補修	オーストラリア	1.15	12%	1.06	6.9%	-8%	1.96	86%	23%	
ダブルエー	靴小売	日本	1,675	7%	1,995	5.2%	19%	3,608	81%	22%	
光通信	各種ストック事業	日本	24,603	4%	25,740	2.8%	5%	57,235	122%	31%	
シンメンテ	飲食店保守	日本	1,428	5%	1,330	2.6%	-7%	2,431	83%	22%	
その他				6%		4%					
現金				1%		1%					

光通信（新規購入）

光通信の株価推移



【光通信の株価（2000年2月1日～5月31日）】



株式投資歴が長い人は、光通信と聞いて 2000 年の IT バブルを思い出すかもしれません。上記株価を見て分かる通り、1996 年に上場してから IT バブルに乗って株価急騰。1999 年には 1 年で株価が約 30 倍になり、2000 年上半に一時 24 万円を超えます。当時の財務資料を入手することは出来なかったのですが、収益の裏付けのある株価上昇ではなく、単にバリュエーション拡大だったのでしょうか。バブル崩壊した 2000 年 3 月から 20 日連続ストップ安という現在も破られていない記録を達成。わずか 20 日で株価が 80% 下がってしまいました。

光通信といえば、その企業文化でも知られています。Youtube などで検索すると、元社員がブラック企業っぷりを語る動画が見つかります。ガムテープで電話の受話器を頭に固定して、ひたすら電話営業を続けた逸話など、ゴリゴリ超営業会社だったようです。一方で、超実力主義の会社でもあります。そもそも激務に耐えられず退職率が高いため、学歴不問で採用してくれたという話も。結果を出せば年次に関わらず昇進、ダメなら降格。学歴重視、年功序列が多い日本企業とは一線を画した合理的な経営がなされている企業という側面もあります。

「ITバブルの申し子」、「ブラック企業の代名詞」というネガティブイメージが強いため、光通信の強みや変化が十分に評価されていないと感じます。現在の光通信は、「資本効率を重視して自社商材のストック売上が積み上がる会社」だと思います。パワハラだとゴリゴリ営業スタイルが社会的に受け入れられなくなって来ていて、かつ少子化により人海戦術が難しくなる未来を見越して、過去10年で自社営業から代理店営業に切り替えています。下の過去10年業績推移を見て分かるように、利幅の高い自社商材が年率20%で伸び、それを10年前の半分の従業員で達成しています。驚異的な生産性の改善です。

単位:億円	売上高			ストック利益			営業利益			税引前 純利益	純利益
	合計	自社 商材	他社 商材	合計	自社 商材	他社 商材	合計	自社 商材	他社 商材		
14/3	5,651	780	4,895	531	191	339	317	87	279	496	293
15/3	5,625	864	4,793	604	250	353	320	54	323	458	207
16/3	4,476	1,200	3,301	686	323	362	376	86	343	479	225
17/3	4,289	1,468	2,840	741	403	338	415	111	351	627	390
18/3	4,275	2,164	2,128	811	509	302	510	225	303	537	429
19/3	4,843	2,821	2,045	920	643	277	642	383	279	715	495
20/3	5,245	3,376	1,894	1,134	879	254	730	458	284	800	516
21/3	5,594	3,938	1,618	1,083	833	250	692	473	242	821	546
22/3	5,730	4,274	1,475	1,270	1,023	246	835	649	212	1,085	875
23/3	6,439	5,240	1,220	1,270	1,072	198	866	550	344	1,184	913
24/3	6,019	4,958	1,089	1,510	1,370	140	945	877	114	1,680	1,222
10期 年平均 成長率	0.6%	20%	▲13%	11%	22%	▲8%	12%	26%	▲9%	12%	15%

単位: 百万円	従業員		
	従業員数 (名)	1人あたり 売上高	1人あたり 営業利益
14/3	11,198	58	3
15/3	12,367	47	2
16/3	12,083	36	2
17/3	10,463	38	3
18/3	8,667	44	5
19/3	7,572	59	7
20/3	8,033	67	9
21/3	7,224	73	9
22/3	6,802	81	11
23/3	5,697	108	14
24/3	4,993	120	17
10期 年平均 成長率	▲7%	7%	18%

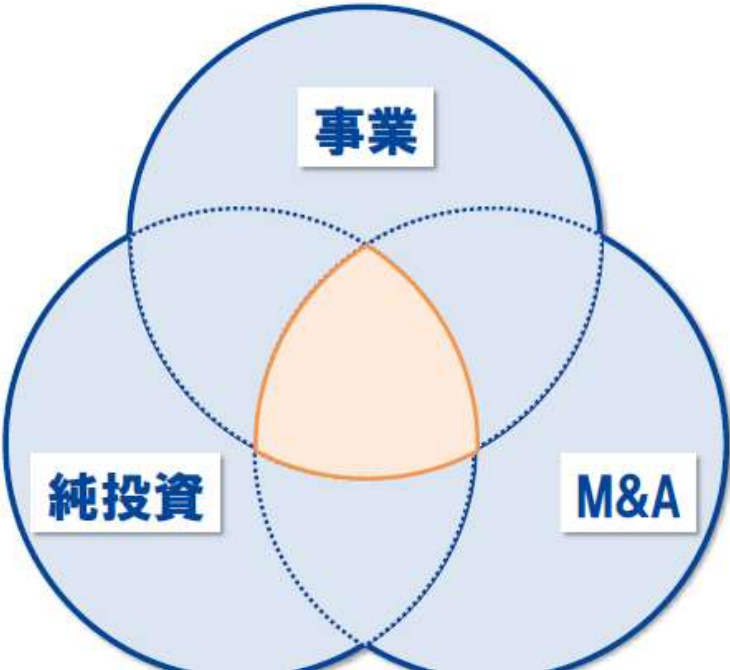
(出典：光通信 2024 年 3 月期 決算説明資料)

ストック事業で生まれた潤沢なキャッシュフローをどうするのか？日本には、本業は素晴らしいが、稼いだ金を抱え込んでしまうために ROE が低い企業が多いですが、光通信は一味違います。創業者の重田康光さんが株式投資好きということも関係あるのかもしれませんが、M&Aによって丸ごと企業買収したり、上場株投資を行ったりと積極的に余剰資金を運用しています。投資の目利きもなかなかのもので、私も光通信が開示する大量保有報告書（ある会社の株式を 5%以上取得すると生じる報告義務）をフォローして投資アイデアの参考にしています。

3つの柱

主な指標（25/3予）	
ストック利益	1,620億円
営業利益	1,000億円

主な指標(24/3)	
投資簿価	5,902億円
保有時価	10,013億円
含み益	4,111億円
受取配当金	186億円
受取利息	118億円
投資先会社数	627社
持分営業利益	832億円
EY	14.1%



代表例
プレミアムウォーターホールディングス
エフティグループ
シック・ホールディングス
HTBエナジー
少額短期保険会社7社
ウェブクルー
アイフラッグ
インテア・ホールディングス
ネクサス

今後も本業で 10%成長＋投資による成長が期待できる光通信ですが、2024 年 3 月期の決算説明資料を見て驚きました。会社自らが考える光通信の本質価値は 2.5 兆円で、一株あたり 56000 円だと初めて発表したのです。現在の株価は 25000 円ですから、大きな上昇余地があります。私が考える光通信の本質価値は一株当たり 57000 円と会社の考えに近く、会社側が積極的な株価向上策を導入する見通しを考えて魅力的と判断しました。

光通信の企業価値 （独自計算）

2.5 兆円

事業価値※
1.8兆円

+

純現金資産※
0.7兆円

※純利益予想900億円(≒5期平均)の20倍

※現金－有利子負債＋上場投資有価証券＋債券

一株当たり価値

56,000円

（企業価値2.5兆円）

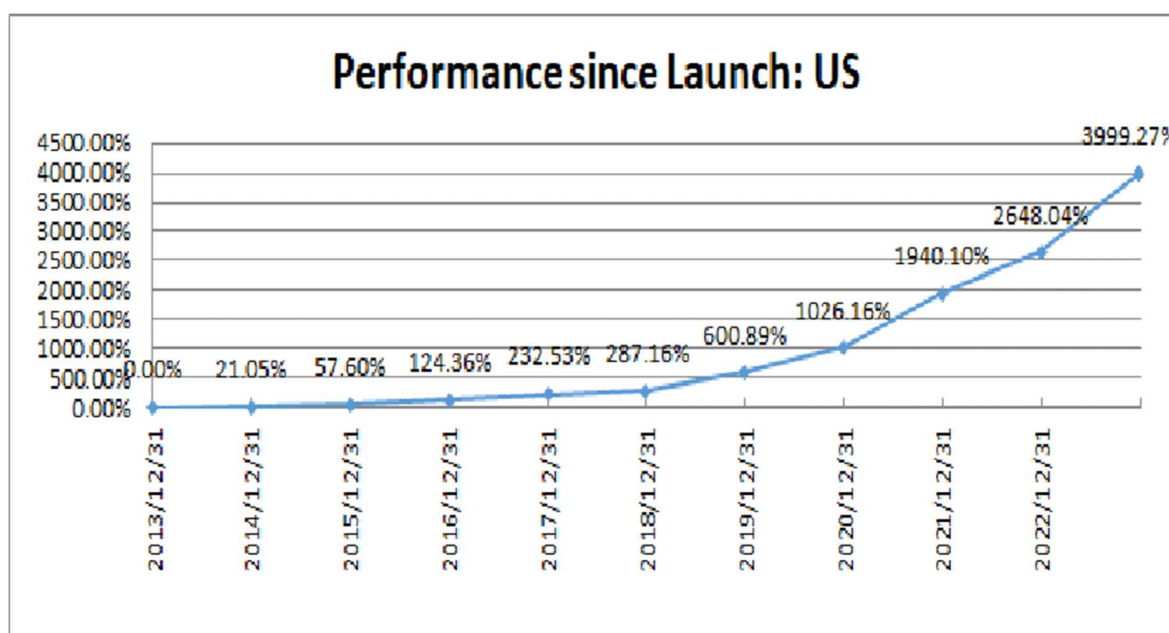
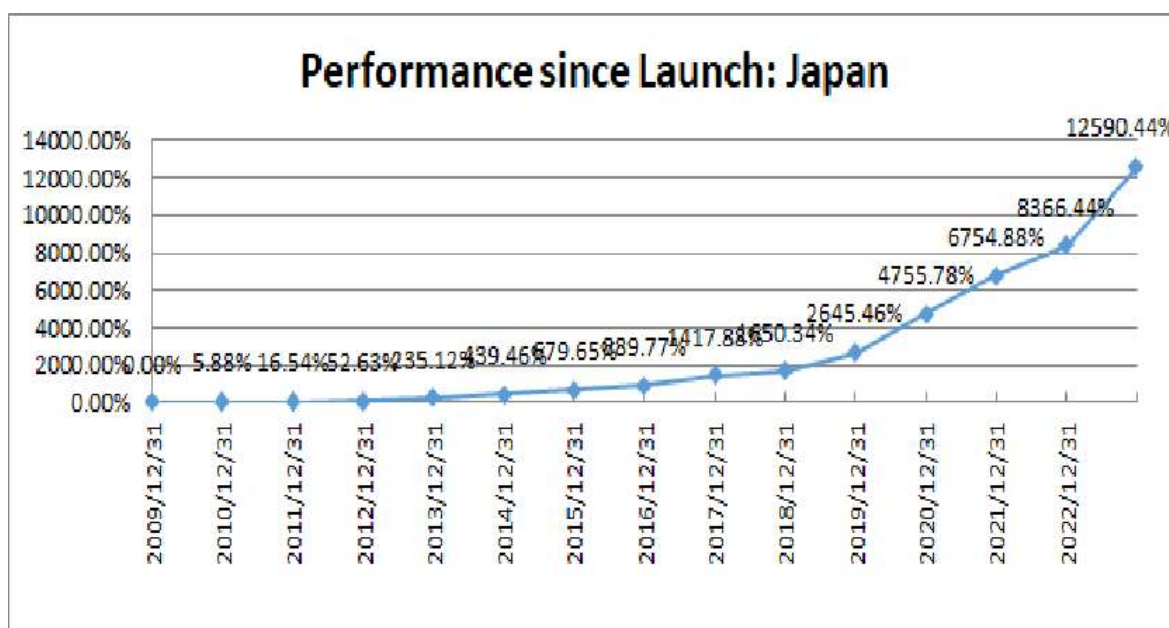
業績向上のみならず

- ・ 徹底的なIR強化
- ・ 更なる株主還元

により、適正株価を目指します。

この会社のスタンスの変化に、社外取締役の柳下さんの就任があると考えています。日本では珍しい女性のファンドマネージャーで、1990 年後半から 25 年以上日本株運用に携わっています。レオスキャピタルワークスを最後に 2010 年からは Aurea Lotus ([リンク](#)) という運用会社を起業して抜群の運用実績を残している、知る人ぞ知る凄腕投資家です。2010 年から運用する日本ファンドと、2014 年から運用する外国株ファンドの二つがあるそうですが、それぞれ運用リターンが年率 50% に近いとてつもない数字になっています。日本ファンドは 14 年で 125 倍、外国株ファンドは 10 年で 40 倍になっているそうで、私も 2014 年から運用していますが、足元にも及びません。柳下さん、日本の機関投資家はもちろん、世界の機関投資家の中でも、相当高い運用成績だと思います。個人的には、メディア露出の多いレオスキャピタルの藤野さんや農中バリューインベストメントの奥野さんなどよりはるかに優秀だと思ってしまいますので、なぜ柳下さんがもっと有名で評価されていないのか不思議です。こんな優秀な方が社外取締役に就任してくれたこと、また光通信がこうした人物を選んだことの双方に感謝しています。

(Aurea Lotus の運用実績)



(出典 : Aurea Lotus ウェブサイト)

独立役員インタビュー 柳下取締役



① 社外取締役としての役割について

私は多年にわたる投資家としての経験を買われ、社外取締役に就任いたしました。私の役割は投資家の視点から企業全体を評価する役割を担うものと理解しています。光通信に対して、エクイティの規律を入れることや、株主との対話を促進する、投資家が重視する株主資本コストなどの指標を十分に上回る「稼ぐ力」を持っているかといった情報をなるべく提供することで、投資家と緊張関係を持ちながらも同じ船に乗る仲間という意味で切磋琢磨し、株主価値創造の源泉となる「稼ぐ力」をつけていくところに対して私が何か助けになればと思っております。

② 光通信のガバナンスに対する評価

光通信のガバナンスは非常に高いレベルにあると感じています。一例として、IRやディスクロージャーに関する私のアドバイスや助言に対して、光通信は迅速に反応し、改善を進めています。このような対話を続けることで、光通信のガバナンスは日々進化し、更なるレベルアップを遂げていくものと思います。

光通信は、事業会社として企業価値に則った株式投資を行うことで、「事業の意思決定」を競争優位アセットとして最適化していますが、監督機能強化のため、投資監査委員会を設置しています。私は投資監査委員の一員として、四半期に一度、投資状況や財務状況を確認しており、前期には、債券や外貨建資産割合に関する議論も行いました。このようなガバナンス体制を構築していることも光通信の特長であると考えております。



③ ステークホルダーの皆様へのメッセージ

ステークホルダーの皆様には、光通信がどれほど変わったか、その進化を理解して頂きたいと思います。四半世紀前の古いイメージを払拭し、現在の光通信の実態を正確に理解頂くことが重要と考えています。私達としてはより良い株主との対話ができるように、株主との橋渡しの役割が出来ればと思います。株主の皆様から、私に直接でも構いませんし、メッセージいただければ、必ず伝えさせていただきます。議論させていただきたいと思っておりますので、愚問なく仰っていただければと思います。

(出典：2024年3月期 統合報告書)

ダブルユー（一部売却）

光通信の購入資金を作るため、ダブルユーを売却していく予定です。ダブルユーは約4年保有して株価上昇20%と失敗の部類に入ると思います。婦人靴業界の中というか、上場している靴小売り企業を見る限り、黒字を継続的に確保できているのはABCマートとダブルユーのみ。国内の婦人靴市場は伸びないでしょうが、他社が撤退してダブルユーが残存者利益を得るだろうという見込みでしたが、なかなか撤退がすすみません。上場しているジーフットは、私が日本の企業新陳代謝への大きな障害の一つと考えるイオンが60%の大株主。百均のキャン★ドウ同じく、なかなか撤退しません。

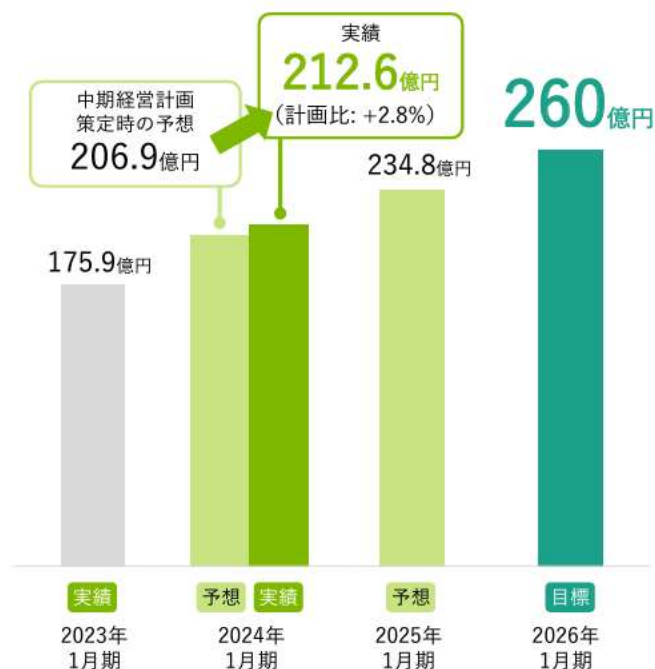
さらに、日本帰国時に2024年2月に東急プラザ表参道にオープンしたばかりのオリエンタルトラフィック（ダブルユー社の主力ブランド）の旗艦店を見に行きました（[プレスリリース](#)）が、正直ピンと来ませんでした。婦人靴を買ったことがないから仕方ないと思うんですが、3階へのエスカレーター降り場正面に位置して場所は最高だと思うんですが、特別感が全くない。何なら、他の婦人靴ブランドの店と店名を全て取り替えたなら、私はどれがどれだか全く分からない自信があります。しかし、例えばABCマートの店舗は赤やオレンジの色使いから分かると思うんです。他の靴小売店はもっと地味な色使いでスーパーみたいですからね。というわけで、差別化という観点からも疑問。

最後に、ダブルユーは現在、私から見るとかなり強気な中期経営計画を立てています。売上は達成可能だと思いますが、2026年1月期に営業利益率が15%を超えるという計画になっています。ダブルユーのこれまでの営業利益

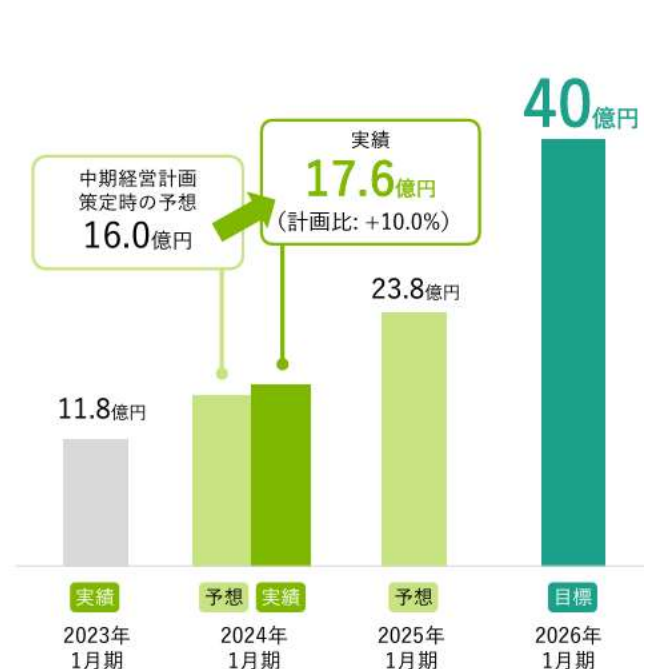
率は高くても 10%でした。EC 売上比率が高まることで店舗運営コストが減少して利益率が高まるという説明ですが、婦人靴はファッションアイテムです。一度購入した人が買い続けるネットフリックスのようなサブスクリプションとは違い、移ろいやすい女性の購買行動を相手にして、果たしてリピート客戦略が成り立つのでしょうか？以前投資して（失敗した）ラトビアの化粧品メーカーである Madara 社も、コロナ禍で EC 体制が既にあった当社は先行者利益を得ることが出来、営業利益率は 10%から 20%に急拡大。しかし、他社も EC に力を入れ始めた途端に競争激化してインターネット広告単価が上がり、営業利益率は 10%に逆戻り。高い営業利益率を維持できると考えていた私の考えは間違いでした。振り返ると、化粧品業界のリーダーである Loreal 社でも営業利益率が 20%。弱小企業である Madara 社がリーダーと同じ営業利益率を維持できると考えたことが愚かでした。靴業界に関しても、リーダーは ABC マートで営業利益率は 15%。なぜ競争優位性が ABC マートほど確立出来ていないように見えるダブルユーが、ABC マートと同じ営業利益率を維持できるのか？10%でも上出来ではないかと思ってしまいます。

（ダブルユーの中期経営計画）

売上高



営業利益



（出典：ダブルユー 2024 年 1 月期 決算説明資料）

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 6 月 2 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%	8.2%								19%

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	19%		17%		11%
累計	703%	128%	114%	212%	186%
年率換算	23%	9%	8%	12%	11%
過去3年(年率)	14%	12%	10%	10%	8%
過去5年(年率)	19%	12%	10%	16%	14%
過去10年(年率)	21%	9%	6%	12%	10%

