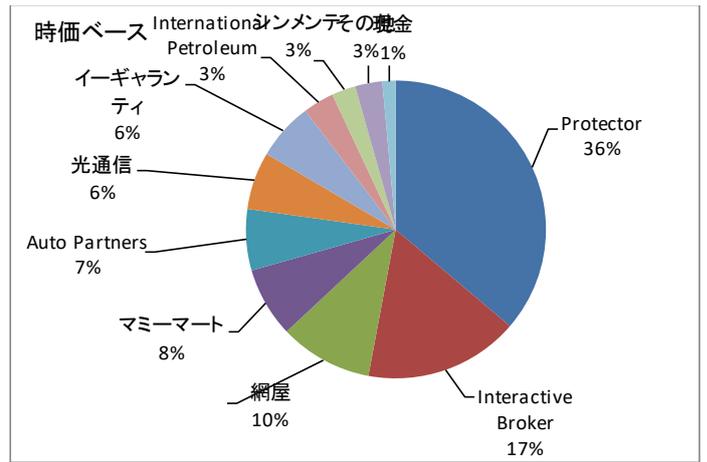
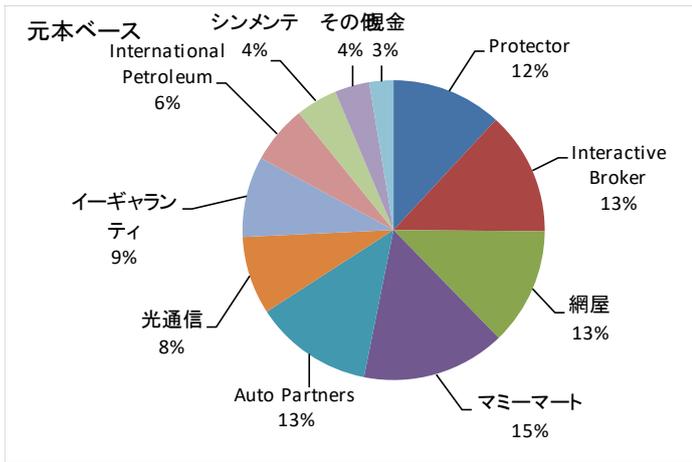
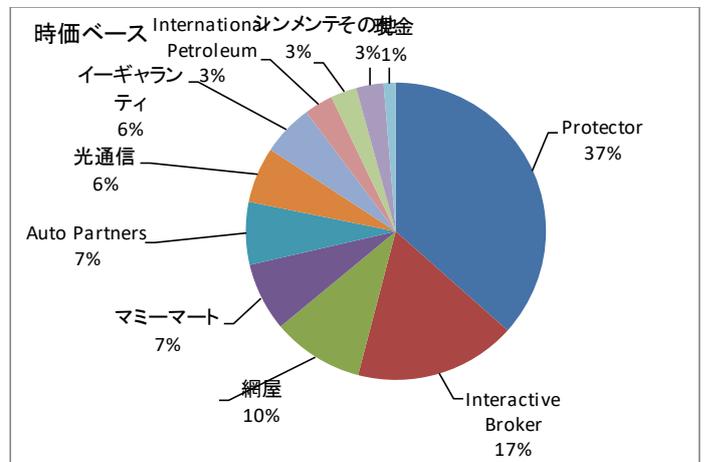
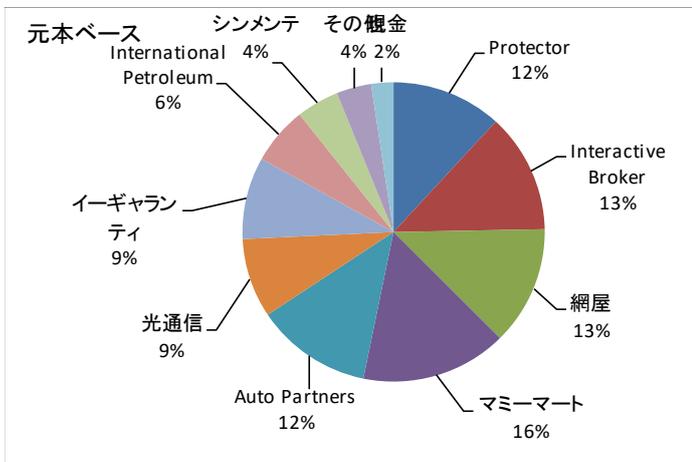


2024年12月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024年11月末のポートフォリオは以下の通りです。

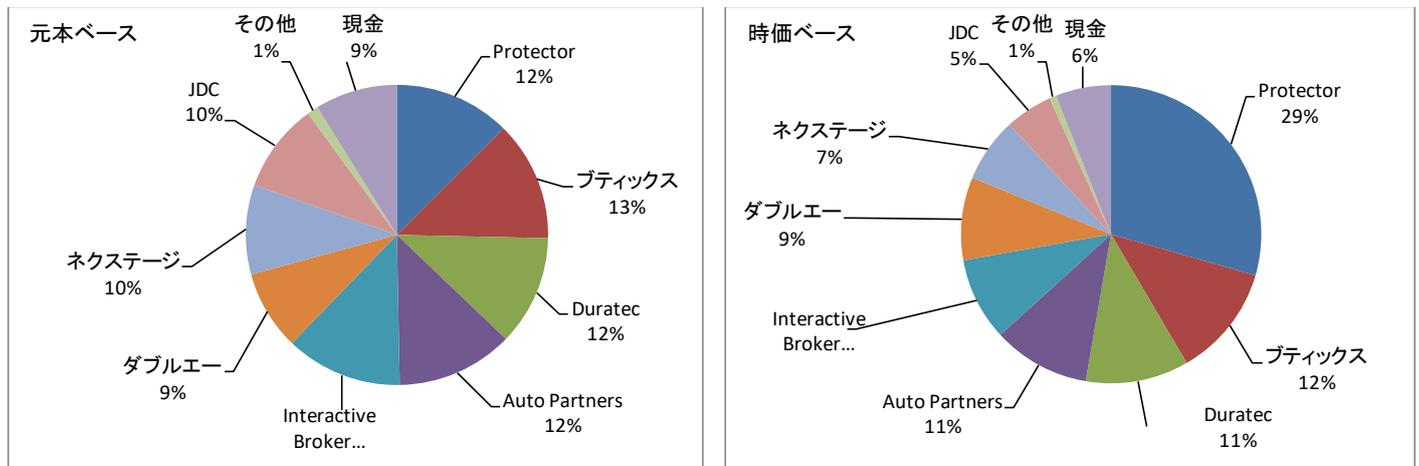


保有銘柄詳細 (時価ベース順)

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%	285	36%	449%	340	19%	6%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	13%	177	17%	125%	158	-10%	-4%	
網屋	ログ管理	日本	2,557	13%	3,655	10%	43%	5,551	52%	15%	
マミーマート	スーパー	日本	4,689	15%	4,135	8%	-12%	9,688	134%	33%	
Auto Partners	自動車部品卸売	ポーランド	21	13%	20	7%	-6%	38	90%	24%	
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	8%	34,480	6%	33%	59,088	71%	20%	
イーギャランティ	売掛債権保証	日本	1,392	9%	1,781	6%	28%	2,726	53%	15%	
International Petroleum	石油探掘	カナダ	18	6%	17	3%	-4%	42	149%	36%	
シンメンテ	飲食店保守	日本	1,428	4%	1,493	3%	5%	2,505	68%	19%	
その他				4%		3%					
現金				3%		1%					

2024年の振り返り

2023年末のポートフォリオは以下の通りです。



2024年末のポートフォリオと比べて一目瞭然ですが、今年は2年ぶりに個人投資家に戻って企業調査に時間を使えるようになり、売買が多くなってしまいました。尊敬するモニシュ・パブライ氏は「投資におけるすべての売却は、間違った投資判断の結果だ」と言っています。購入時に良い企業を選別できていれば、売却する理由はとてつもなく割高になった（私のイメージ的には適正と思う株価の2倍）というレアケースを除いてありません。コロナ自粛中の投資スタイル模索と、運用会社に勤務して調査時間が取れない中で平凡な投資アイディアに飛びついてしまった過去の失敗を大掃除をした1年になりました。

<継続保有銘柄>

Protector

2003年にノルウェーで創業した比較的新しい損害保険会社。資金力と保険審査能力の両方を必要とする損害保険会社を起業するハードルは高く、北欧で過去20年に他の新規参入はなかったはず。競合は100年を超えるような老舗企業が多く、コスト面でProtectorが優位に立っています。同じ内容の保険を少し安い価格で提供することでジワジワとシェアを伸ばし、ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマークと事業を拡大。最近ではイギリスに参入して成功しており、次はフランスに参入する計画を発表しています。同じ勝ちパターンでの成長余地が十分に残されており、規模が拡大するほど固定費率が下がり、さらにコスト競争力が増す好循環にあると考えます。社長は2021年から2代目のHenrik Høye。まだ41歳という若さですから、彼が今後20年でどこまで行けるのか、楽しみです。2024年の業績は、9月までの9か月で契約金額がノルウェークローネで22%増、クローネ安の恩恵を調整した為替一定ベースで15%増、コンバインドレシオ83.2と絶好調。ちなみにコンバインドレシオは保険会社の利益率。 $100 - 83.2 = 16.8\%$ が一般事業会社で言うところの営業利益です。わざわざ専門用語を作らず、営業利益と言えればいいと思うんですけどね。会社は長期的なコンバインドレシオ目標を90（営業利益率10%）としているので、今年は出来過ぎ。保険は大事故があれば一時的に損失が膨らむし、単年度の利益率にはそこまで意味はありません。

Interactive Brokers

1977年にアメリカで創業したオンライン証券。当初からシステム投資を重視した結果、他社に比べて圧倒的に低い手数料率を実現しています。また、Charles SchwabやTD Ameritrade、Robinhoodというアメリカの競合はアメリカ国内のみでサービス提供しています。日本のSBI証券や楽天証券も日本国内のみですよね。ゴールドマンサッ

クスやモルガンスタンレーのような機関投資家向けの証券会社はグローバル展開が当たり前ですが、個人相手にグローバルに証券サービスを提供する会社は当社のみではないでしょうか？私もこの会社のおかげで日本で保有していた証券をカナダに移管できました。そうでなければ、一度日本で売却して含み益に対して税金を払い、資金をカナダに両替+送金手数料を払って送金。カナダでまた日本円に両替して日本株を買いなおすことになり、かなりの手間と費用がかかったことでしょう。当社には感謝しかありませんし、他の証券会社を利用することは考えられません。社長は2019年から2代目の Milan Galik で 58 歳。ソフトウェアエンジニアとして 1990 年に入社しており、金融出身者とは自動化、システム化への情熱が違うように感じます。オンライン証券は資本蓄積フェーズの若い顧客が多いため、年齢を重ねるにつれ既存顧客からの預かり資産が増えていく可能性が高い。野村などの対面証券は高齢顧客が多く、預かり資産は老後資金の取り崩しや相続で減少する一方でしょう。私も親の相続をしたら、まず対面証券は解約してオンライン証券に移管します。こうして拡大した規模によって固定比率が下がり、さらに手数料を下げる好循環が実現できます。2024 年 9 月までの 9 か月業績は前年比 21%増益。特筆すべきは、顧客口座数が前年比で 29%増えている点。アジアのオンライン証券にシステムを貸す商売が牽引しているそうです。当社と同じシステムを一から作るコストを考えれば、こうした提携が増えていくと思います。

Auto Partner

1993 年にポーランドで創業した自動車部品卸売業者です。シェアトップの Inter Cars が後継者問題などで揉めている間に EC 利便性を高め、ジワジワとポーランド国内シェアを伸ばしてきました。また、ポーランドは EC 内では賃金や物価が安く、ポーランドから近いドイツに向けた輸出も順調です。しかし、利益率の見通しが甘かった。コロナ前は 6%前後だった営業利益率が、コロナ中には EC への追い風、品薄による粗利益率の改善によって 10%にまで拡大します。コロナが終われば 6%に戻るのが自然なのですが、EC 化が進むからなどと楽観的に考えて高い利益率が継続すると予想してしまったのが間違い。現在はインフレに加えてヨーロッパの景気減速でむしろ売上高は伸び悩み、仕入れ原価は上がるが価格転嫁しづらい環境で短期的には利益率が 6%を下回ることも考えられます。長期的な営業利益率を 6%と仮定したときの適正株価は 30 ユロ。当初 40 ユロ以上と考えていたので、楽観的すぎました。競争優位性の評価には影響がないと考え、継続保有としています。

<売却銘柄>

ブティックス

介護業界の展示会から派生して M&A 仲介を行う日本企業です。介護に特化した展示会の強さは理解できましたが、そこからリアライブという会社を買収して人材紹介事業に参入したのは理解できません。一つのニッチ領域での成功で、自分の経営能力を過信してしまったのではないかと感じます。さらには M&A 事業での旅費架空請求スキャンダル。高い中計目標に向けて、ちょっと背伸びし過ぎていると感じましたし、どこが実力に見合った収益力なのか分からなくなり、手放しました。

Duratec

設備の維持補修を行うオーストラリアの企業です。鉱山施設からスタートして防衛施設の仕事が増えているようです。新社長と面談した際、軍用潜水艦をオーストラリアに配備する計画で軍事予算が増えて追い風になると言っていて、随分と他人頼みの成長プランだなどと思ってしまいました。これまでは売上が毎年 20%以上の高成長が続いてきましたが、その源泉がよく理解できていなかったのだと思います。

ダブルユー

日本の婦人靴 SPA です。中国出身の社長の元、中国での製造から日本での販売まで一気通貫で行うことで、卸からの仕入に頼って低収益企業な競合他社に対して競争優位性を保っています。日本の婦人靴市場は成長がないですが、時間が経つほどに収益性の差が投資余力につながりシェア拡大できると思っていました。全体では伸びない日本国内市場で大躍進したユニクロとニトリの再来を期待していました。しかし、なかなか商品レベルでの差別化ポイントが分からない。若い女性に囲まれながら、駅ビル地下の婦人靴売り場を見に行きましたが、どこも似たり寄ったりに見えてしまい、違いが分からない。ABC マートというカジュアル靴の巨人が存在し、婦人靴需要がカジュアルに代替されるリスクもあるのが日常使いの家具や服との違いかもしれません。競争優位性の評価が出来ずに売却。尊敬する個人投資家であるろくすけさんが集中投資している影響を受けすぎて、自分の考えでの撤退が遅れたように思います。

ネクステージ

日本をお騒がせした中古自動車販売大手の一角。故意に顧客の車を傷つけて保険金水増しするというビッグモーターほどの悪質さはなかったと思いますが、ビッグモーターの成長を#2として長く支えた浜脇さんがネクステージに転職してきて社長を務めているというイメージ悪化は避けられない。浜脇さんとオンライン面談した際、ちょこちょこスマホをいじっているのが気になりましたが、それもこれもその後の業績が悪かったから悪印象と捉えているだけなのか。もし業績が良ければ、「IR 面談に出てる場合じゃないほど忙しかったんだろうな」と思っただけだったかもしれません。ちなみに、同様に大損したカナダの **Voxtur Analytics** の社長もオンライン説明会で爪を噛む癖がとても気になっていましたが、見過ごしてしまった。態度面が気になる経営者に投資してはいけないと言えそうです。より大きな問題は、質の悪い事業に手を出してしまったこと。中古自動車販売は在庫買取するために資金効率が悪く、**ROIC** が 10% を切る水準。よい企業＝高い資本効率というセオリーを外れていました。大型店舗で保険やオプションの付帯率が上がって **ROIC** が改善するというストーリーで、既に改装した大型店舗で収益性の改善がみられることで満足してしまいました。保険金問題で販売方法を大きく見直す（インセンティブ廃止）ということで、学歴不問採用で大きく稼ぐチャンスに惹かれて入った既存社員のモチベーション低下は避けられない。離職も高まるでしょう。それが一巡したときにどういうビジネスモデルになるのか、少なくとも **ROIC** が改善するイメージはできないため売却。T.Rowe Price という大手米系アクティブ投資ファンドが 16% も保有しており、これほど保有比率が高いということは自信があるのだろうと受け取ってしまい、自分の考えでの撤退が遅れたかもしれません。

JDC

ドイツの保険比較プラットフォーム最大手。Provincial という日本のかんぽ生命のような全国展開する保険会社のシステムとして採用が決まって成長期待が高まりましたが、なかなか成長が加速しません。ゆうちょ銀行のような Savings Bank が保険を扱えるのか。販売力はパートナーに依存しており、それも日本の郵便局と同様、旧態然としたスローな相手ですから、成長の多くが他人依存になってしまっている認識が足りませんでした。

<米国株の強さはいつまで続くのか>

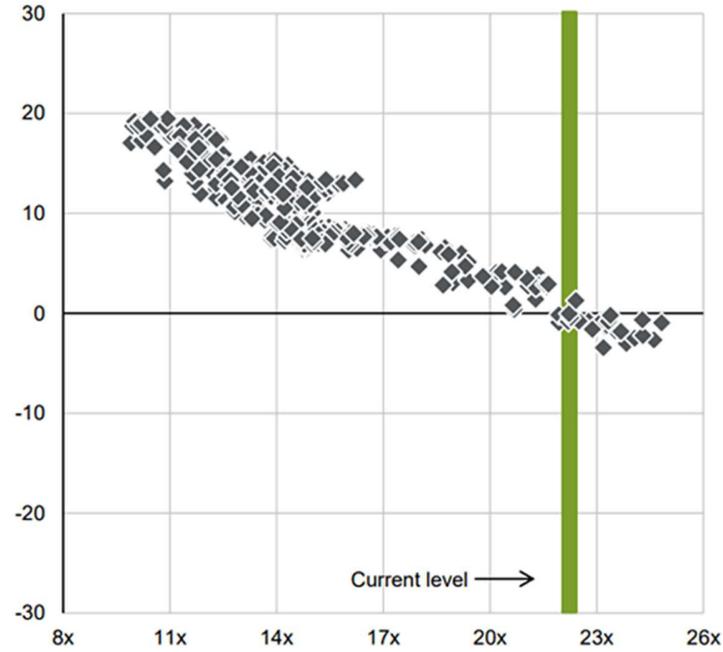
市場データ	2023年末	2024年末	変化率	円ベース
日経平均	33,464	39,895	19%	
TOPIX	2,366	2,785	18%	
S&P500 (USD)	4,770	5,882	23%	36%
Nasdaq (USD)	15,011	19,311	29%	42%
ドル円	142	157	11%	
ユーロ円	156	163	5%	
金先物 (USD)	2,050	2,639	29%	43%
WTI原油先物 (USD)	74	72	-3%	8%
ビットコイン (USD)	42,580	93,265	119%	142%
米国政策金利	5.50%	4.50%	-1.00%	
米国10年債利回り	3.89%	4.57%		
ECB政策金利	4.50%	3.15%	-1.35%	
ドイツ10年債利回り	2.02%	2.39%		
日本政策金利	-0.10%	0.25%	0.35%	
日本10年債利回り	0.60%	1.10%		

	ポートフォリオ JPY	配当込TOPIX JPY	配当込SP500 USD	ドル円 年末	変動率	配当込SP500 JPY
2019				109.56		
2020	11%	7%	18%	103.50	-6%	12%
2021	28%	13%	29%	115.02	11%	43%
2022	-13%	-2%	-18%	132.70	15%	-6%
2023	32%	28%	26%	141.83	7%	35%
2024	34%	20%	25%	157.10	11%	38%
過去5年(年率)	17%	12%	14%		7%	23%
過去5年(累計)	119%	79%	97%		43%	182%

(注) 2024年の配当利回りはTOPIXが2.0%、S&P500が1.5%で計算しています。

世界的にも米国株の強さが際立っています。多くの個人投資家が積立投資を行っている **S&P500** 指数は **Apple、Nvidia、Microsoft、Amazon、Meta、Tesla、Google** の 7 社だけで 1/3 を占めていて、これらの企業の成長と株価リターンが以下の通りに非常に高いのです。世界的な IT 企業が少ない日本株の **TOPIX** 指数の 2024 年リターンは **18%** と良好（株式の長期期待リターンは **7%**）ですが、**S&P500** はドル建てで **23%** に円安効果 **11%** を加えて、円建てでは **36%** リターンと圧倒しています。もう米国株だけでいいんじゃないって動画が溢れるはずですが。コロナ禍での IT 需要に加えて、AI ブームの追い風も受けて、一般人まで「米国株！」という状況は投資タイミングとしては微妙だと感じます。単に IT 企業全般の成長に乗れてこなかった投資家の恨み節かもしれませんが。。。株価は **EPS x PER** で成り立っています。PER が低いほど将来の成長期待が小さいということで、投資する環境としては魅力的です。実際、PER 水準とその後 10 年の実績リターンは下図のように反比例の関係にあります。現在の **S&P500** の PER は **24** 倍と過去比較で高い水準にあり、過去に同水準にあった時期からの 10 年間の実績リターンは約 **0%** とかなり低くなっています。米国株は過去 5 年、**EPS 成長 x PER 拡大 x 円安** と全てが追い風でした。今後 10 年が見物ですが、アクティブ投資家としては、まず **S&P500** には勝たないと存在意義がなくなってしまいます。私自身、1 ドル 100 円から 160 円の円安局面となった 2021 年から 2024 年、円ベースの **S&P500** 指数に大幅に負け越しています。4 年間で、私のポートフォリオが約 **2.2** 倍になったのに対して配当込み **S&P500** は約 **2.8** 倍。完敗です。単年度で見ても 5 年連続負け越しており、顧客から資金を預かる立場であれば、とっくに解約されているでしょう。

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year returns
 %, annualised total return*



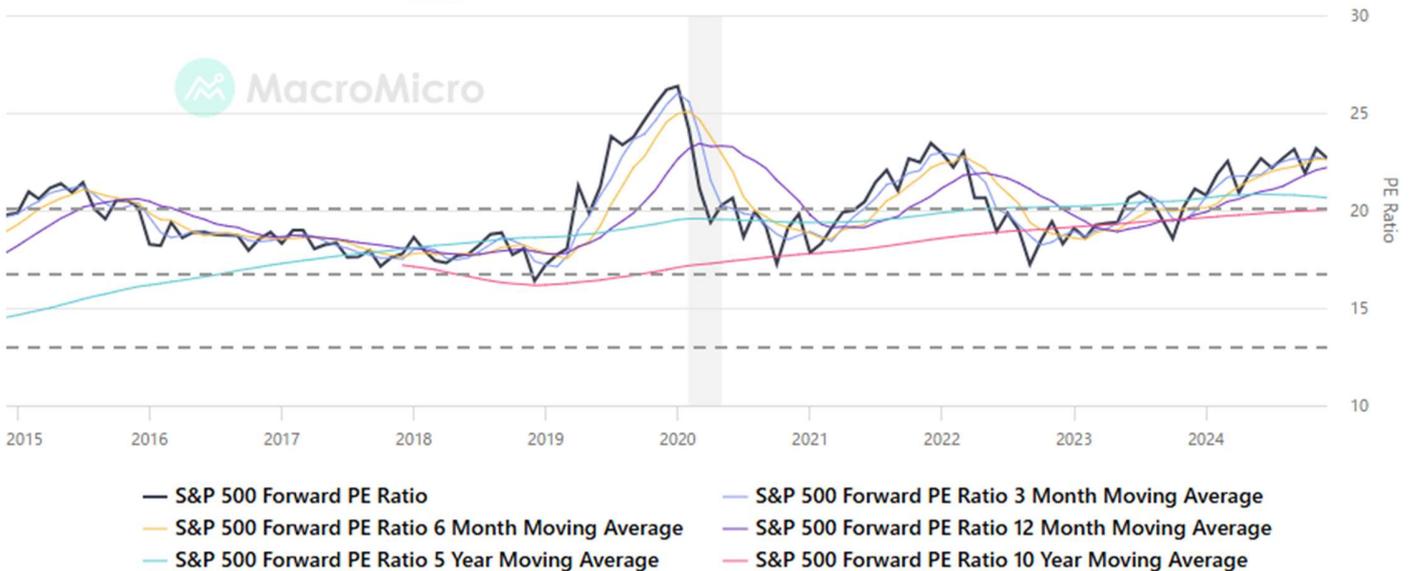
source: J.P. Morgan

年次リターン	
Apple	33%
Nvidia	178%
Microsoft	13%
Amazon	46%
Meta	67%
Tesla	68%
Google	37%
S&P500	24%

S&P 500 Forward PE Ratio & 25 Year Average and 1, -1 Std. Dev

MacroMicro.me | Dark Knight Noma

Zoom All 6m YTD 1y 2y 3y 5y 10y



<コロナ禍の学び①：喉元すぎれば熱さを忘れる - 人間社会は4年を過ぎれば熱さを忘れる>

コロナ禍から早5年、あの大騒ぎは何だったのでしょうか。人々の生活に永続的な変化が起きるなどと言われ、私も日本社会がマスクを手放せる日は来ないのではないか、なんて真剣に考えてしまいました。全く、本当にバカげた考えでした。人間社会は過去に何度もパンデミックに襲われてきました。もし今回マスクを手放せなくなるのであれば、過去のパンデミックでとっくにマスクが手放せなくなっているはずですが。なぜそのように冷静に考えることができなかつたのか、お恥ずかしい限りです。現在の日本の生活を見て、パンデミックがあつたかを知る痕跡は

ほとんど残っていないように感じます。たった4-5年でほとんどの問題は覆い隠されてしまう。第二次世界大戦にしても、日本が真珠湾を攻撃した1941年12月8日からポツダム宣言を受諾して無条件降伏した1945年8月14日まで4年足らず。オリンピックも4年周期。アメリカ大統領も4年任期。コロナ禍で感じたのは、人間1-2年は我慢できるが、それ以上は難しいのではないかということ。社会の我慢が限界を迎え、積極的に政治などに変化を求めて結果が出てくる時間軸として、歴史の経験則から4年が適切なのかもしれません。逆に4年以上続く問題は構造的な要因がある可能性が高いので、むしろそちらを重点的に考えるべきでしょう。どんなネガティブニュースがあっても、4年後にはほとんど問題になっていないと考えると、4年分の生活費を確保して運用に臨めば、ほとんどの社会変化には対応できると考えて気が楽になりました。時間が解決してくれる社会を過度に心配せず、むしろ時間が解決してくれない自分の健康や家族との人間関係などに注力していきます。

<コロナ禍の学び②：負けている時にやり方を変えるな>

プロポーカープレイヤーの木原直哉さんの『運と実力の間』を読みました。株式投資とポーカーは、不完全情報の中で戦うという共通点があります。自分が勝っても負けても、それが運によるものなのか、実力によるものなのか、正確な判定はできません。それに対する木原さんの考えを抜粋します。

ポーカーを長くやっていると、こういう日はよくあります。今までと同じようにプレーしているつもりなのに、なぜか勝てない。そういうことが数日続くこともあります。こういう、いわゆる流れが悪い時、打ち方を変えてみたくなったりすることが多いでしょう。(中略)しかし、ここでプレースタイルを変えるのは混乱のもとです。プレーを変えて結果が出なかったら、不調の原因がより分からなくなってしまいます。単についてなくて負けているだけなのか、変えていない部分に狂いが生じているのか、それともかえた部分が良くなって、負けているのか。全然、見当がつかなくなるのです。だから、不調な時、負けている時は、自分は基本的にプレーを変えません。今まで通りに打ち続ける。試行錯誤的な変更はせず、冷静に自分のスタイルを維持するのが一番です。(p.134)

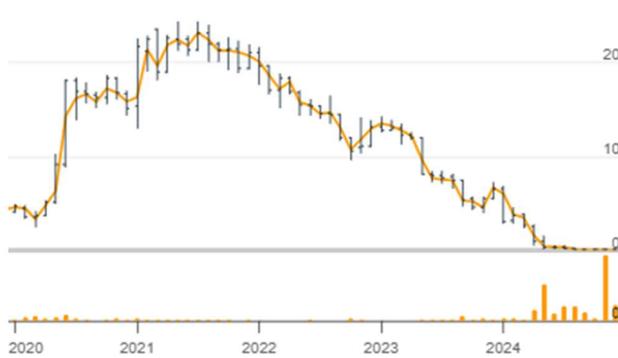
私はコロナ禍で、真逆の対応を取ってしまいました。2014年から個人投資家を6年続けてそこそこうまく行っていたのに、コロナ禍で社会に恒久的な変化が起こってしまうと考えすぎ、過去から安定したキャッシュフロー実績がある企業から、コロナ禍が追い風になると思われる会社や新商品・サービスで急速な成長が見込める企業への投資に移行してしまいました。ドライビングゲームのハンドルシステムを作っている **Endor AG** (コロナ禍の巣ごもり需要で業績急拡大。対応投資をしたところに需要が急減して2024年に破産状態で買収)。 **Voxtur Analytics** (米国の住宅価格高騰に、名義書き換え保険の代替商品を提供するストーリーを信じてしまった。現在の株価は投資したときの1/25)。 **Naked Wine** (コロナ禍でワイン通販が業績急拡大。対応投資をしたところに需要急減+競合参入。現在の株価は購入価格の1/15)。 **Beenos** (コロナ禍の巣ごもり需要+円安で越境ECが急拡大。 **Tokopedia** というインドネシアのEC大手のベンチャー株式価値もあり。しかし、越境EC事業は円安の追い風を受け続けてまずまずながら、競争優位性のない事業に多角化したがる経営陣。コロナバブルが終わり、ベンチャー株式価値も暴落。2024年12月にLINEが買収発表)。

よくまあこれだけ失敗してまだ個人投資家を続けられているなど思うわけですが、成功事例のリターンが失敗の損失をカバーできる生業とも言えます。ピンチに投資スタイルを変えると同一失敗を2度としたくないので、このように何度も何度も公表して恥ずかしい思いをして、少しでも再発確率を下げたいと思っています。

Endor AG (E2N)

(100.0%) price return over 5.00 years - (81.7%) CAGR

Zoom 3m 6m ytd 1yr 3yr 5yr 10yr all



Voxtur Analytics Corp. (VXTR)

(75.7%) price return over 5.00 years - (25.0%) CAGR

Zoom 3m 6m ytd 1yr 3yr 5yr 10yr all



Naked Wines plc (WINE)

(77.0%) price return over 5.00 years - (25.9%) CAGR

Zoom 3m 6m ytd 1yr 3yr 5yr 10yr all



BEENOS Inc. (3328)

(189.4%) price return over 5.00 years - (24.1%) CAGR

Zoom 3m 6m ytd 1yr 3yr 5yr 10yr all



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。

日本時間1月11日(土)午後8~9時

<https://meet.google.com/xyq-eytv-mhj>

当レポート公開のお願い

当レポートを私のHP上で公開したいと思います。直近のポジションは伏せたいので、常に1年前までのレポートを公開していく予定です。このレポートは私が行っている最大のアウトプットなので、投資を学ぶ方の参考になればとHP上でシェアしたいです。1月11日まで公開を待ちますので、何か懸念点がありましたら一報ください。読者がいるおかげで2019年から細く長く続けてくることができました。本当にありがとうございます。

今年も大変お世話になりました。

来年も皆様にとってより良い1年になりますように。

長友 2025年1月1日

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%	8.1%	-11.0%	1.5%	1.4%	6.0%	6.1%	1.5%	34%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ JPY	配当込TOPIX TOPIX JPY	配当込SP500 SP500 USD		
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	34%		18%		23%
累計	807%	128%	115%	212%	218%
年率換算	22%	9%	7%	12%	11%
過去3年(年率)	16%	12%	12%	10%	7%
過去5年(年率)	17%	12%	10%	16%	13%
過去10年(年率)	22%	9%	7%	12%	11%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

