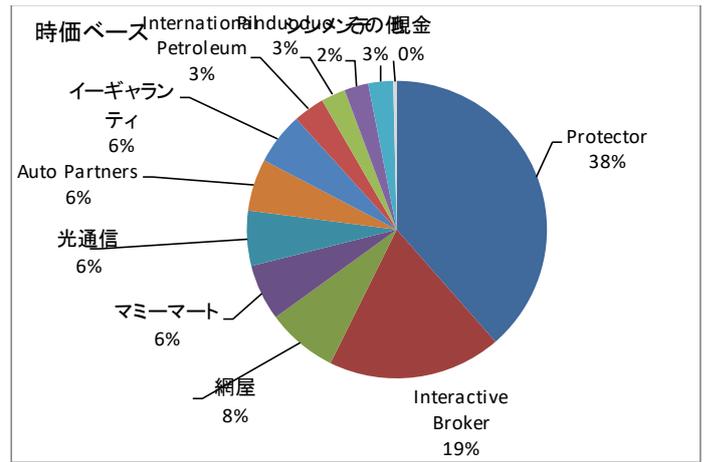
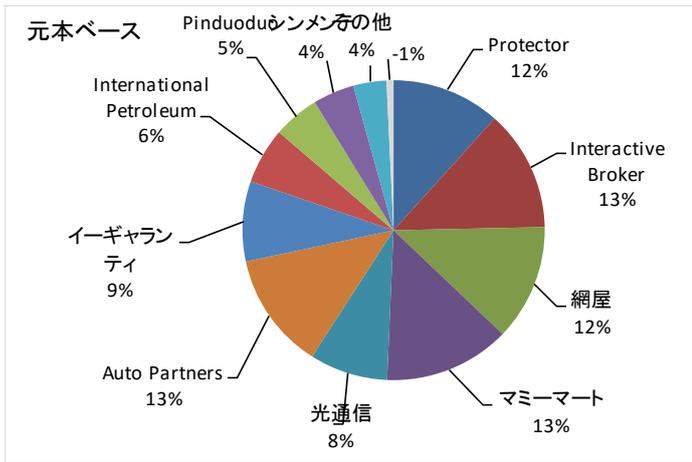
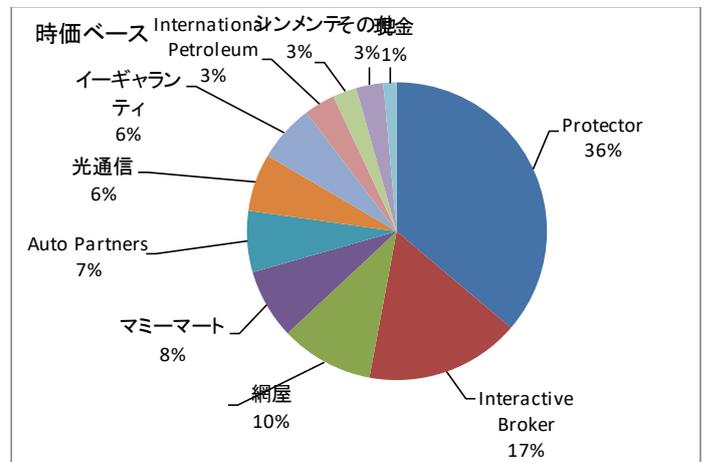
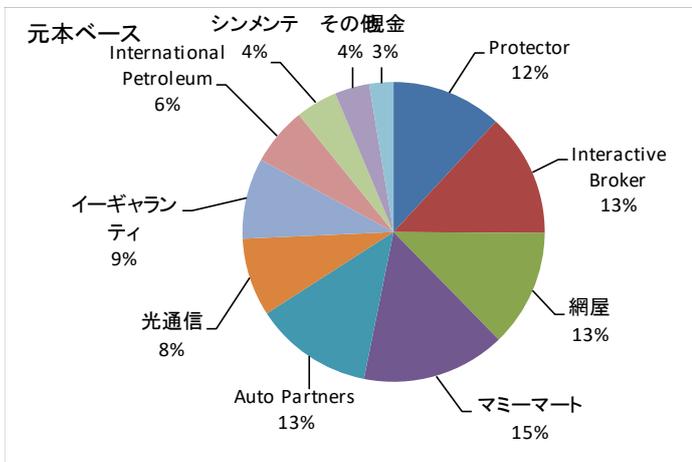


2025年1月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2024年12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%     | 331    | 39%     | 538% | 340     | 3%   | 1%   |       |
| Interactive Broker      | オンライン証券  | アメリカ  | 79     | 13%     | 217    | 19%     | 177% | 158     | -27% | -10% |       |
| 網屋                      | ログ管理     | 日本    | 2,557  | 13%     | 3,025  | 8%      | 18%  | 5,551   | 84%  | 22%  |       |
| マミーマート                  | スーパー     | 日本    | 4,690  | 14%     | 4,070  | 6%      | -13% | 9,688   | 138% | 34%  | 一部売却  |
| 光通信                     | 各種ストック事業 | 日本    | 25,900 | 8%      | 35,620 | 6%      | 38%  | 59,088  | 66%  | 18%  |       |
| Auto Partners           | 自動車部品卸売  | ポーランド | 21     | 13%     | 18     | 6%      | -13% | 38      | 105% | 27%  |       |
| イーギャランティ                | 売掛債権保証   | 日本    | 1,392  | 9%      | 1,746  | 6%      | 25%  | 2,726   | 56%  | 16%  |       |
| International Petroleum | 石油探掘     | カナダ   | 18     | 6%      | 19     | 3%      | 8%   | 42      | 122% | 30%  |       |
| Pinduoduo               | EC       | 中国    | 109    | 5%      | 112    | 3%      | 2%   | 335     | 199% | 44%  | 新規購入  |
| シンメンテ                   | 飲食店保守    | 日本    | 1,428  | 5%      | 1,603  | 3%      | 12%  | 2,789   | 74%  | 20%  |       |
| その他                     |          |       |        | 4%      |        | 3%      |      |         |      |      |       |
| 現金                      |          |       |        | -1%     |        | 0%      |      |         |      |      |       |

Pinduoduo 購入資金を確保するため、マミーマートを一部売却しました。Pinduoduo はアメリカ NASDAQ 市場に上場する中国企業ということで、ガバナンスリスクなど不明瞭な点があります。通常のポジションは元本ベースで 12.5%まで購入していますが、Pinduoduo はその半分の 6.25%まで購入する予定です。マミーマートは 3 倍の上値が狙えると思って元本ベースで 15%まで買い増してしまいました。店舗改装による利益率改善を狙った投資ですが、結局は差別化の難しいスーパー事業であることには変わりなく、間違いだったと思っています。

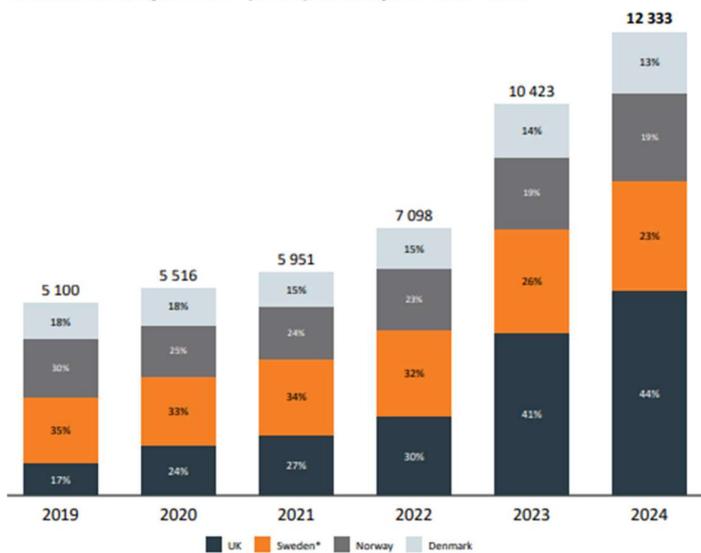
## 決算アップデート

1月下旬から決算シーズンです。12月決算が多い海外企業は本決算、3月決算が多い日本企業は第3四半期決算になります。主な企業の決算アップデートです。

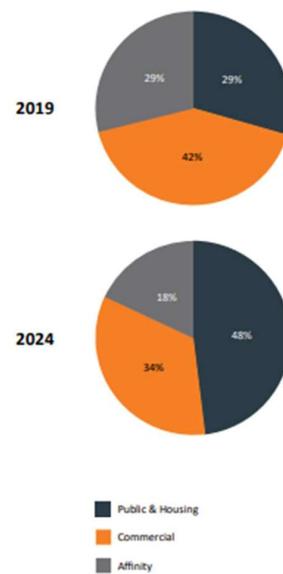
## Protector

1月29日に2024年本決算が発表されました。保険会社の売上にあたる、Gross written premiumは下の通り、急拡大しています。保険請求のインフレを積極的に価格転嫁し、かつ競争環境も良好です。北欧では大手競合が無理な価格競争をしかけず、仲良く保険料の引き上げが出来ています。イギリスでは大手競合が引き受け停止したことで2023年から大幅な増収につながりました。利益率は、2015年までは10%前後を維持できていましたが、そこから無理な拡大の悪影響や、デンマークでの労働保険での大きな損失もあり悪化してしまいました。そこから長期保険事業を縮小して、現在は1年更新の自動車保険や建物保険が中心。仮に請求インフレが起こっても、1年我慢すれば更新時期に価格転嫁できるため安定した経営状況で、営業利益率も10%に戻りました。順風満帆の状況で、株価も私が考える本質価値に近い水準です。株価も2020年7月に50クローネで購入して現在330までほぼ一直線が上がってきました。配当も38クローネ支払われたので、約7倍のリターンです。上手くいきすぎて、有難いです。

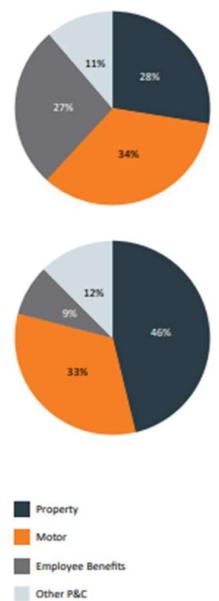
Gross written premium (GWP) development in MNOK



Segment distribution



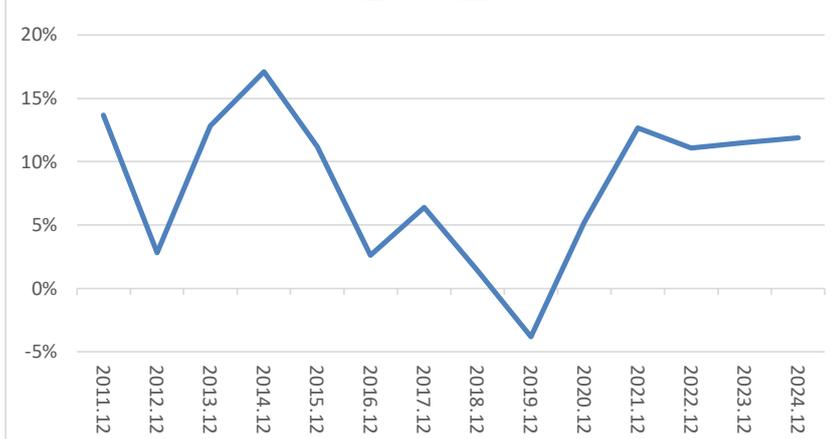
Product distribution



\*Includes Finland



%営業利益率



## Interactive Broker

1月21日に2024年本決算が発表されました。私が最重要KPIだと考える顧客口座数は+30%の330万。顧客からの預かり資産額は米国株高の恩恵もあり、+33%の5680億ドル（約85兆円）と順調に伸びました。米国最大手のCharles Schwabの顧客口座数は米国内3500万で年率3%成長していることを考えると、世界展開している当社の伸びしろはまだ大きいと考えます。ただし、コロナ禍のゼロ金利からFRBが金利正常化による金利差収益の拡大という投資ストーリーは、2022年10月に80ドルで取得してから現在220ドルまでの株価上昇で織り込まれており、私の考える本質価値を超える市場評価になっています。Protectorと同様、投資ストーリーの成功は嬉しいですが、これからどうすべきか、悩ましいです。



## その他企業の決算発表予定日

- 2月10日 イーギャランティ
- 2月12日 光通信
- 2月13日 網屋
- 2月14日 マミーマート
- 4月15日 Auto Partners (ポーランド企業は随分とのんびりしてますね)

## 新規購入：Pinduoduo

Pinduoduoは2015年に上海で設立された企業です。本社は上海ですが、中国ではなく米国NASDAQ市場にPDDというティッカー名で上場しています。設立わずか10年で時価総額は1500億ドル（22兆円）以上と、日本の上場企業で時価総額2位の三菱UFJグループ（約24兆円）と同じ市場評価を受けているのですから、想像を絶する成長スピードです。ちなみにトップのトヨタ自動車の時価総額は約50兆円です。この規模になっても売上が前年比50%で成長しているのですから、世界には珍獣のような凄まじい企業がいるものです。

事業はEC。中国国内でアリババや京東集団（JD）に対して後発ながら、現在アリババに次ぐ取扱高2位までシェアを伸ばすことに成功しました。さらに、海外に向けてTemuというサービスを展開しています。カナダで生活していて、グーグルの検索広告でTemuを見かけるようになりました。ただの粗悪品だろうと思って無視していたら、夏に友人から「釣り道具をTemuで買っていて、品質はそこそこだが安いから色々試せて最高だ」という話を聞きます。さらに最近、妻から「Amazon信者だったが、Temuを使っている。子供の友達の誕生日プレゼントを選ぶに使いやすい」と聞きます。実は、尊敬する投資家の1人であるRV CapitalのRob Vinallが2023年10~12月にPinduoduoへの投資を開始したことは知っていましたが、「またまた一。どうせ怪しい中国企業だろうし、調べても分からない」と色眼鏡で見てしまっていました。ここに来てようやくちゃんと調べてみたというのが実態です。

私は、Pinduoduo を EC 第 2 世代と分類しています。EC 第 1 世代は、インターネットの普及と共に生まれ、成長してきました。例えば、アリババは 1999 年創業（創業者の Jack Ma は 1964 生まれ）。JD は 1998 年創業（創業者の Liu Qiangdong は 1973 年生まれ）。Amazon は 1994 年創業（創業者の Jeff Bazos は 1964 年生まれ）です。第 1 世代の特徴は、巨大な物流倉庫を作ることで豊富な在庫を取り揃え、配送スピードにこだわることで、実店舗を代替していきました。第 2 世代は、2015 年創業の Pinduoduo（創業者の Colin Huang Zheng は 1980 年生まれ）や、現在中国国内の EC 取扱高 3 位の Bytedance は 2012 年創業（創業者の Zhang Yiming は 1983 年生まれ）です。第 2 世代の特徴は、スマホや SNS が普及した段階で登場したということです。Pinduoduo はアプリ上でグループ購入することで割引価格で買えるというサービスで成長し、Bytedance は中国版 Tiktok のショート動画を使った商品紹介で、テレビショッピングのように動画プロモーション販売を行っています。消費者側が、参加というか購入だけではない体験をしているという共通点があります。かつ、一番の付加価値は集客であると割り切り、物流設備への投資は一切行っていません。Pinduoduo は、中国の製造元が直接最終消費者に発送する事業モデルです。製造元、消費者、それをマッチングする Pinduoduo と配送業者しか介入していません。製造元が 1 社で世界中から消費者を探してくることは、よほどのブランド力がない限りは無理でしょうから、これ以上はそぎ落とすことができない、究極の EC ビジネスモデルのように感じます。EC 第 1 世代は物流倉庫を抱えてしまっていますから、その運営コストが発生してしまい、価格競争力で第 2 世代にはかないません。ただし、第 1 世代は配送時間という優位性は残るでしょうから、消費者としては、価格優先したいものは第 2 世代で、時間や質を優先したいものは第 1 世代で買うという住み分けになっていくと考えます。Temu は世界中から安価なものを買うプラットフォームになる可能性を秘めているため、Pinduoduo がどこまで海外市場で成長できるのか、注目しています。

競争優位性は拡大していると評価していますが、今後 3~5 年の売上成長スピードは予測しにくいです。上海在住で Pinduoduo の勤務経験もある友人曰く、創業者の Colinさんは中国一の大富豪になって共産党から目を付けられることを恐れてシンガポールに逃げ、現地から経営しているそうです。保有株式の価値が上がりすぎないように、つまりは Pinduoduo が利益を出し過ぎないように経営しているというのがローカル周知の事実らしいです。トランプ政権の関税リスクが指摘されますが、仮に中国から 25%関税がかかれば、米国アマゾンで売っている物もメイドインチャイナの大半が 25%値上がりするわけですから、全体的にモノが売れなくなることはあっても Temu との価格差が変わる話ではないと思っています。むしろ少し時間がかかってもより割安な Temu で買おうという消費者が増える結果になるかもしれません。

日本のネット証券からも米国株式として購入できるので、ご検討ください。日本からも Temu は利用できるのですが、まずは消費者目線で何か買って見てからでも良いかもしれません。特に、返金などカスタマーサポートを使ってください。その自動化ぶりが驚異的です。返金処理に無駄な手間をかけず、AI のチャットボットで処理していきます。是非フィードバックを教えてください。

### 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。

2025 年 2 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%  |
| 2025     | 7.5%   |        |        |       |       |       |        |       |       |       |        |        | 8%   |

年次リターン(税引前)

|           | ポートフォリオ<br>JPY | 配当込TOPIX<br>JPY | TOPIX<br>JPY | 配当込SP500<br>USD | SP500<br>USD | ドル円<br>年末 | 配当込SP500<br>JPY | SP500<br>JPY |
|-----------|----------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|-----------------|--------------|
| 2013      |                |                 |              |                 |              | 105       |                 |              |
| 2014(概算)  | 23%            | 10%             | 8%           | 14%             | 11%          | 120       | 14%             | 29%          |
| 2015(概算)  | 19%            | 12%             | 10%          | 1%              | -1%          | 120       | 1%              | 2%           |
| 2016      | 26%            | 0%              | -2%          | 12%             | 10%          | 117       | -3%             | 9%           |
| 2017      | 46%            | 22%             | 20%          | 22%             | 19%          | 113       | -4%             | 17%          |
| 2018      | 6%             | -16%            | -18%         | -4%             | -6%          | 110       | -2%             | -6%          |
| 2019      | 45%            | 18%             | 15%          | 32%             | 29%          | 109       | -1%             | 30%          |
| 2020      | 11%            | 7%              | 5%           | 18%             | 16%          | 103       | -5%             | 12%          |
| 2021      | 28%            | 13%             | 10%          | 29%             | 27%          | 115       | 11%             | 43%          |
| 2022      | -13%           | -2%             | -4%          | -18%            | -19%         | 132       | 15%             | -6%          |
| 2023      | 32%            | 28%             | 25%          | 26%             | 24%          | 141       | 7%              | 35%          |
| 2024      | 34%            | 20%             | 18%          | 25%             | 23%          | 158       | 12%             | 40%          |
| 2025      | 8%             |                 | 0%           |                 | 3%           | 155       | -2%             | 1%           |
| 累計        | 875%           | 174%            | 116%         | 290%            | 227%         | 47%       | 484%            | 381%         |
| 年率換算      | 23%            | 10%             | 7%           | 13%             | 11%          | 4%        | 17%             | 15%          |
| 過去3年(年率)  | 16%            | 15%             | 12%          | 9%              | 7%           | 11%       | 21%             | 19%          |
| 過去5年(年率)  | 17%            | 13%             | 10%          | 15%             | 13%          | 8%        | 23%             | 21%          |
| 過去10年(年率) | 22%            | 10%             | 7%           | 13%             | 11%          | 3%        | 16%             | 14%          |

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

