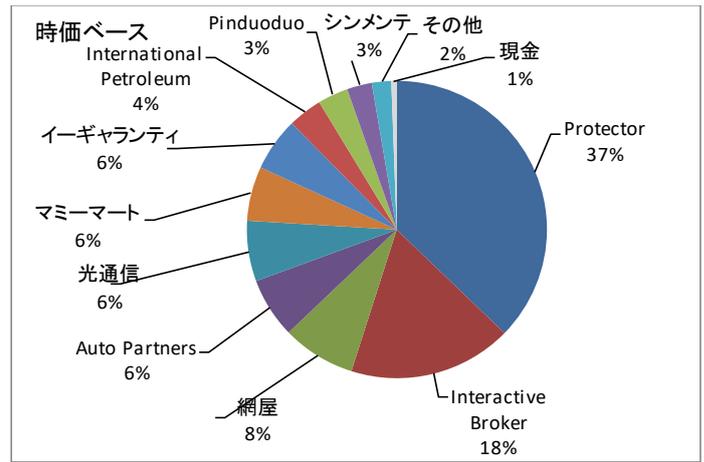
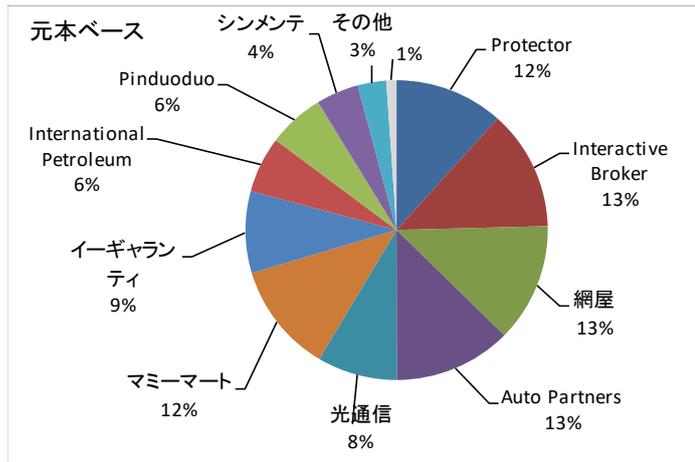
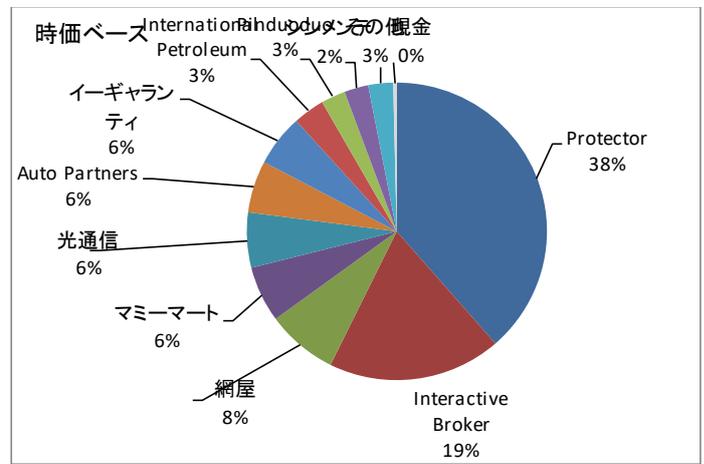
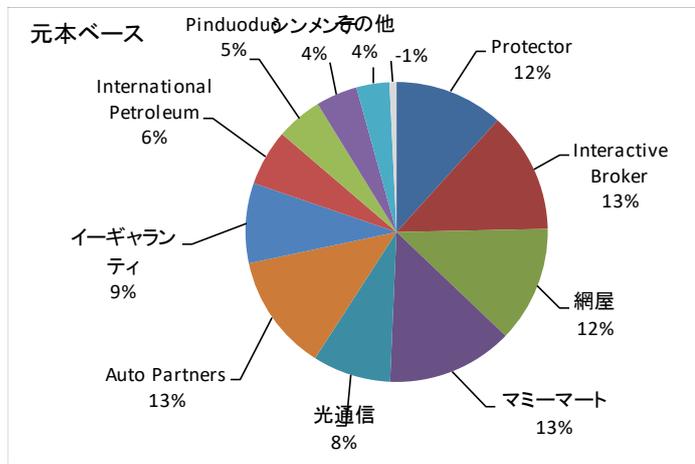


2025年2月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2025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	12%	318	37%	512%	340	7%	2%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	13%	204	18%	160%	158	-23%	-8%	
網屋	ログ管理	日本	2,557	13%	3,015	8%	18%	4,828	60%	17%	
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	9%	37,920	7%	46%	59,088	56%	16%	
Auto Partners	自動車部品卸売	ポーランド	21	13%	21	7%	0%	38	79%	21%	
マミーマーケット	スーパー	日本	4,697	12%	4,500	6%	-4%	10,663	137%	33%	一部売却
イーギャランティ	売掛債権保証	日本	1,392	9%	1,743	6%	25%	2,726	56%	16%	
International Petroleum	石油探掘	カナダ	18	6%	20	4%	16%	42	106%	27%	
Pinduoduo	EC	中国	109	6%	114	3%	5%	335	195%	43%	追加購入
シンメンテ	飲食店保守	日本	714	5%	807	3%	13%	2,789	246%	51%	株式分割
その他				3%		2%					
現金				1%		1%					

前月のレポートでお伝えした通り、マミーマーケットを一部売却して Pinduoduo を元本ベースで 6.25%まで買い増しました。シンメンテは2月28日に1対2の株式分割。保有している方は、いきなり株価が半分になったように見えてシステムエラーかと思ったかもしれません。東証は100株が売買基準です。これまでシンメンテに投資するには1600円x100株=16万円必要でしたが、今回の株式分割後は8万円で済むということで、株式を買ってくれる個人が増えるのではないかと狙っています。シンメンテは最近の1日取引高が1万株、1600万円しかなく、仮に業績が良くても低い流動性を嫌って機関投資家など大口投資家を買ってくれないことの解消を狙っているはずですが。

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。先月に続き、主な投資先の決算アップデートです。

イーギャランティ

2月10日発表。四半期の売上26.2億円(+13%yoy)、営業利益13.6億円(+6%yoy)。売掛金保証サービスの売上は、保証残高x保証料率で決まります。今四半期の注目は、保証料率が上昇に転じたこと。コロナ禍ではゼロゼロ融資など政府補助によって倒産件数が低迷したことで、当社は保証料率を下げ対応してきました。足元の倒産件数は10年ぶりのレベルにまで上昇しており、当社はリスクの上昇に合わせて保証料率を引き上げています。売掛金保証ニーズが高まりやすい経済環境で、営業人材を拡充している効果に期待しています。

	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2022.06	2022.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2024.12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3												
Sales	1.69	1.76	1.85	1.90	1.91	1.93	2.02	2.03	2.04	2.11	2.15	2.20	2.24	2.26	2.32	2.34	2.41	2.47	2.62
保証債務	434	436	455	482	487	553	547	582	598	619	644	681	699	732	770	752	780	792	809
保証料率	0.39%	0.41%	0.41%	0.40%	0.39%	0.37%	0.37%	0.36%	0.35%	0.35%	0.34%	0.33%	0.32%	0.32%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.33%
Annualiz	1.55%	1.62%	1.66%	1.62%	1.58%	1.49%	1.47%	1.44%	1.38%	1.39%	1.36%	1.33%	1.30%	1.26%	1.24%	1.23%	1.26%	1.26%	1.31%
%YoY	18%	20%	23%	23%	13%	10%	9%	7%	7%	9%	6%	8%	10%	7%	8%	7%	7%	9%	13%
保証債務	9%	6%	8%	10%	12%	27%	20%	21%	23%	12%	18%	17%	17%	18%	19%	10%	12%	8%	5%
平均	11%	7%	7%	9%	11%	20%	24%	21%	22%	17%	15%	17%	17%	18%	19%	15%	11%	10%	7%
保証料	6%	12%	15%	13%	2%	-8%	-12%	-11%	-12%	-7%	-7%	-8%	-6%	-9%	-9%	-7%	-3%	0%	6%
GP	1.30	1.32	1.33	1.43	1.47	1.51	1.61	1.63	1.67	1.66	1.74	1.73	1.86	1.83	1.91	1.77	1.85	1.91	2.08
%GPM	77%	75%	72%	75%	77%	78%	80%	80%	82%	79%	81%	79%	83%	81%	82%	75%	77%	77%	79%
SG&A	-0.57	-0.55	-0.52	-0.63	-0.60	-0.57	-0.60	-0.72	-0.66	-0.65	-0.59	-0.75	-0.71	-0.64	-0.63	-0.55	-0.68	-0.70	-0.72
% of sales	-34%	-31%	-30%	-33%	-32%	-30%	-29%	-35%	-32%	-31%	-27%	-34%	-31%	-28%	-27%	-23%	-28%	-28%	-27%
OP (adj)	0.73	0.77	0.78	0.80	0.87	0.94	1.01	0.91	1.01	1.01	1.16	0.98	1.15	1.20	1.28	1.22	1.17	1.21	1.36
%YoY	19%	14%	25%	0%	18%	22%	29%	14%	16%	8%	14%	7%	14%	18%	11%	25%	2%	1%	6%
%OPM	43.3%	43.8%	42.5%	42.2%	45.3%	48.6%	50.3%	45.0%	49.3%	48.0%	53.8%	44.5%	51.3%	53.0%	55.3%	52.0%	48.5%	49.0%	52.0%



光通信

2月12日発表。四半期の売上1730億円(+15%yoy)、営業利益291億円(+12%yoy)と順調です。営業力を活かして利益率の高いストック型の自社商材（電気・ガス小売など）を淡々と積み上げる経営スタイルに安心感があります。10以上の自社商材があり、その時々「ストック利益/顧客獲得コスト」に応じてどの商材に投資するかを柔軟に決めていけることで高い資本効率を維持しています。2024年5月15日に、自社の価値は一株56000円だと発表したときの株価は25000円。そこからほぼ一本調子に38000円まで上がってきました。

単位:億円

		売上収益			ストック利益			営業利益		
		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
20/3	3Q	1,291	842	456	283	220	63	175	112	70
	4Q	1,356	878	485	303	239	63	105	66	52
	21/3	1,292	900	397	325	262	62	224	167	61
	4Q	1,366	970	398	325	261	63	251	186	69
21/3	1Q	1,391	993	400	317	254	63	183	141	49
	2Q	1,543	1,123	421	115	54	60	33	▲21	61
	3Q	1,334	971	369	331	271	60	243	194	54
	4Q	1,379	1,018	364	336	274	61	246	201	53
22/3	1Q	1,424	1,079	349	322	260	62	192	148	49
	2Q	1,592	1,205	391	279	216	63	152	105	55
	3Q	1,434	1,122	317	303	245	58	182	150	40
	4Q	1,665	1,363	309	219	161	57	278	54	232
23/3	1Q	1,605	1,337	272	330	290	40	200	174	33
	2Q	1,734	1,416	320	417	375	41	203	171	39
	3Q	1,401	1,142	265	384	347	37	239	213	35
	4Q	1,563	1,302	268	391	355	36	245	218	36
24/3	1Q	1,502	1,241	268	358	325	33	260	242	28
	2Q	1,552	1,272	287	375	347	28	200	203	13
	3Q	1,461	1,201	260	385	349	36	272	243	41
	4Q	1,796	1,540	255	424	388	36	302	267	45
25/3	1Q	1,730	1,465	264	434	398	35	291	279	27
	2Q	1,796	1,540	255	424	388	36	302	267	45
	3Q	1,730	1,465	264	434	398	35	291	279	27
	4Q	1,730	1,465	264	434	398	35	291	279	27
直前5期 年平均成長率		6%	11%	▲10%	8%	12%	▲11%	10%	20%	▲17%



網屋

2月13日発表。四半期売上13.1億円 (+44%yoy)、営業利益1.6億円 (+2.4倍yoy)。2024年4月から主力製品であるログ記録ソフト **Alog** のライセンスからサブスクへの変更で売上低下が懸念されていましたが、杞憂に終わりました。5年利用するソフトウェアの場合、ライセンス版だと初期費用350万円+2~5年目は保守費用35万円、5年総額490万円。サブスク版の場合、毎年200万円、5年総額1000万円というイメージで、長期的にはサブスク版が有利ですが、初年度を比べると、350万円対200万円、減収しているように見えてしまうことが、「サブスクの谷」と言われています。結果的にサブスク版は大幅値上げとなりましたが、サイバーセキュリティ需要の高まりにも助けられ、サブスク版の新規需要も順調だったようです。期初予想に対して売上6%、営業利益は26%上振れての着地になりました。網屋の課題は、決算説明資料で投資家が重視するサブスク版 **Alog** の業績開示が不十分なことです。2月27日に当社オフィスに訪問してIR取材をしましたが、同様の指摘を機関投資家からも受けていると言っていましたので、改善されると期待しています。サブスク版移行は時間の問題なので、私にとっては、国産統合ログソフトの首位である、インフォサイエンス社の **Logstorage** という競合製品に対してシェアを奪えているというのが最も重要な情報でした。今後5年間、既存ライセンス版ユーザーがほとんどより高額なサブスク版に移行しないという前提で、下のような業績予想に基づき、本質価値は約5000円と考えています。2025年12月期の予想、特に利益が保守的に見えるため、直近の株価が下落していると考えています。このあたりの説明が足りないかとIR力不足は否めない会社です。

	2023.12	2024.12		乖離	Dec-15
	実績	期初予想	実績		期初予想
売上	3.56	4.50	4.77	6%	5.75
%YoY		26%	34%		21%
営業利益	0.36	0.42	0.53	26%	0.60
%OPM	10.2%	9.3%	11.0%		10.4%

	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12
	C	C	C	C	C	C	C
Sales	3.56	4.77	5.88	7.15	8.46	9.79	11.14
データセキュ	1.29	1.92	2.46	3.11	3.77	4.42	5.06
ライセンス	0.70	0.70	0.69	0.68	0.68	0.67	0.66
顧客数	2,000	1,980	1,960	1,941	1,921	1,902	1,883
単価	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
サブスク	0.12	0.34	0.82	1.42	2.02	2.62	3.22
顧客数	76	262	562	862	1,162	1,462	1,762
変化	36	186	300	300	300	300	300
単価	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
ほか	0.48	0.88	0.94	1.01	1.07	1.12	1.18
インシデ	0.05	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
ほか	0.43	0.63	0.69	0.76	0.82	0.87	0.93
%YoY	19%	34%	23%	22%	18%	16%	14%
データセキュ	16%	48%	28%	27%	21%	17%	15%
ライセンス		0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
顧客数		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
単価		0%	0%	0%	0%	0%	0%
サブスク		191%	144%	73%	42%	30%	23%
顧客数		245%	115%	53%	35%	26%	21%
単価		0%	0%	0%	0%	0%	0%
ほか		85%	10%	8%	6%	5%	4%
インシデ		400%	0%	0%	0%	0%	0%
ほか		48%	10%	9%	8%	7%	6%
ネットワー	21%	26%	20%	18%	16%	15%	13%
Norm. OP	0.42	0.53	0.73	0.99	1.26	1.53	1.80
データセキュ	0.63	0.72	0.95	1.25	1.56	1.87	2.18
プロダク	0.54	0.54	0.76	1.05	1.35	1.65	1.94
ほか	0.10	0.18	0.19	0.20	0.21	0.22	0.24
ネットワー	0.53	0.67	0.80	0.94	1.10	1.26	1.42
Adjustment	-0.74	-0.85	-1.02	-1.21	-1.40	-1.60	-1.81
% of sales	-8.5%	-8.8%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
%OPM	11.8%	11.2%	12.4%	13.9%	14.9%	15.6%	16.1%
データセキュ	27.4%	9.5%	17.6%	20.6%	20.3%	20.1%	19.9%
プロダク	49%	37%	38%	40%	42%	42%	43%
ほか	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
ネットワー	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%

マミーマート

2月14日発表。四半期売上455億円 (+15%yoy)、営業利益21億円 (-3%yoy)。これまで当社は、小売企業で一般的な月次売上を開示してきませんでした。仕方なく、埼玉で競合するヤオコーやベルクの月次売上開示を参考にしてきました。ところが、突然2月10日に1月の月次売上開示を開始。既存店売上が競合を上回っており、ポジティブな内容でした。良好な既存店売上を受け、四半期売上は順調。仕入れコストを完全に転嫁できていないことによる粗利益率低下に加えて新規出店コストによる販管費の増加で営業利益は伸び悩んでいます。

		2024													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	
マミーマート	既存店											105	112	108	112
	Traffic											104	107	106	109
	ASP											102	104	102	103
	全店											108	118	116	120
ヤオコー	既存店	107	112	109	108	106	109	103	107	105	104	108	107	108	
	Traffic	104	108	103	105	104	105	101	103	103	102	104	104	104	
	ASP	103	104	106	103	102	104	102	104	102	102	104	103	103	
	全店	109	115	113	110	109	112	107	110	109	109	114	113	113	
ベルク	既存店	107	111	112	105	106	109	103	107	104	102	105	106	103	
	Traffic	102	106	106	103	105	105	101	102	102	100	102	102	101	
	ASP	105	105	106	102	101	104	102	104	102	102	103	104	102	
	全店	111	116	117	110	111	113	107	111	109	107	111	111	108	

マミー (9823)	2021.12	2022.03	2022.06	2022.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2024.12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上	32	32	33	34	35	34	36	37	39	38	39	41	46
%YoY	-2%	-3%	-4%	-4%	9%	7%	10%	11%	12%	13%	10%	10%	15%
売上総利益	8.3	8.0	7.7	8.2	8.5	8.3	8.5	9.0	9.3	9.3	8.9	8.6	10.1
%GPM	25.4%	25.2%	23.6%	24.2%	24.0%	24.2%	23.6%	23.9%	23.6%	24.1%	22.5%	20.9%	22.2%
営業収入	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
% of sales	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
販管費	-7.1	-7.1	-7.5	-7.8	-7.6	-7.5	-7.5	-8.0	-7.8	-7.8	-8.1	-8.2	-8.6
% of sales	-21.8%	-22.3%	-23.0%	-23.2%	-21.5%	-22.0%	-21.0%	-21.4%	-19.7%	-20.3%	-20.4%	-20.0%	-18.9%
営業利益	1.8	1.5	0.8	0.9	1.5	1.4	1.5	1.5	2.1	2.0	1.4	0.9	2.1
%OPM	5.4%	4.7%	2.4%	2.7%	4.2%	4.0%	4.3%	4.1%	5.4%	5.2%	3.5%	2.2%	4.5%
現預金				2.8	5.6	2.7	2.7	6.9	6.9	7.4	6.9	2.7	8.1
借入金				5.9	2.0	3.4	3.2	0.9	0.3	0.3	0.2	2.9	0.0
リース				5.0	4.9	4.7	4.6	4.5	4.3	4.2	6.1	11.6	12.4
net cash				-8.1	-1.2	-5.5	-5.1	1.6	2.2	2.9	0.7	-11.8	-4.3
店舗数								78	77	76	76	78	80
マミーマート								56	52	49	47	44	43
生鮮市場TOP								20	21	23	24	25	27
マミープラス								2	4	4	5	7	8

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。

2025年3月2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%	-2.4%											5%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ JPY	配当込TOPIX JPY	TOPIX JPY	配当込SP500 USD	SP500 USD	ドル円 年末	配当込SP500 JPY	SP500 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	5%		-4%		1%	151	-5%	-3%
累計	851%	174%	107%	290%	222%		43%	484%
年率換算	22%	10%	7%	13%	11%		3%	17%
過去3年(年率)	16%	15%	12%	9%	7%		11%	21%
過去5年(年率)	17%	13%	10%	15%	13%		8%	23%
過去10年(年率)	22%	10%	7%	13%	11%		3%	16%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

