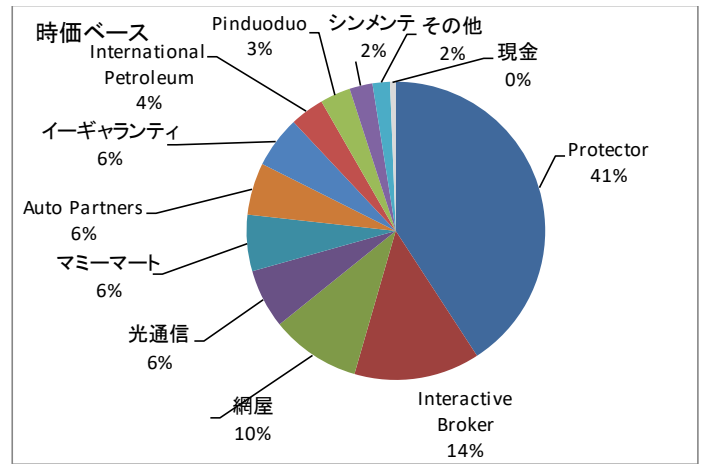
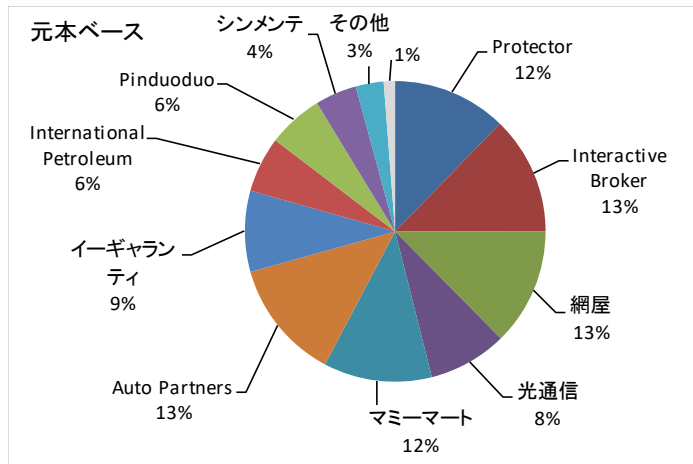
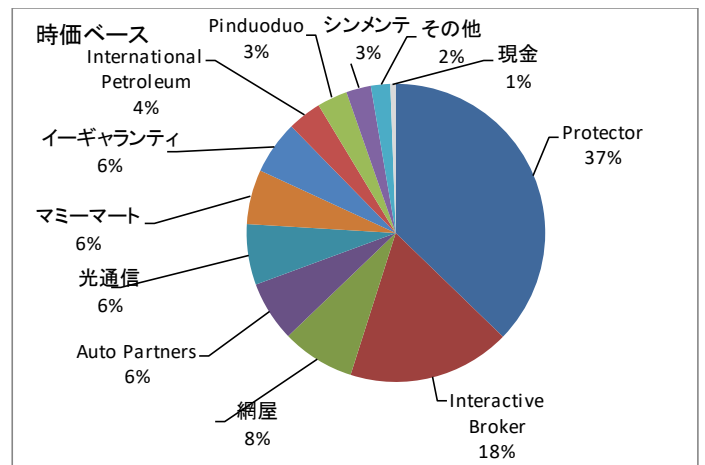
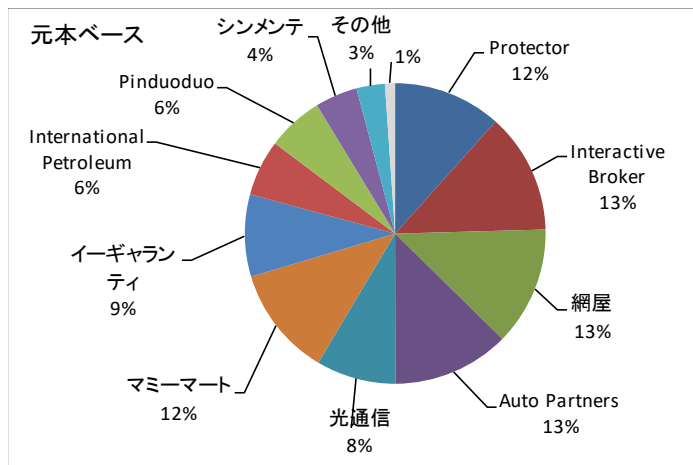


2025年3月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2025年2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%	339	41%	554%	350	3%	1%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	79	13%	166	14%	111%	167	1%	0%	
網屋	ログ管理	日本	2,557	13%	3,855	10%	51%	4,828	25%	8%	
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	8%	38,550	6%	49%	60,630	57%	16%	
マミーマーケット	スーパー	日本	4,697	12%	4,845	6%	3%	10,663	120%	30%	
Auto Partners	自動車部品卸売	ポーランド	21	13%	18	6%	-15%	32	76%	21%	
イーギャランティ	売掛債権保証	日本	1,392	9%	1,758	6%	26%	2,811	60%	17%	
International Petroleum	石油探掘	カナダ	18	6%	21	4%	22%	38	75%	21%	
Pinduoduo	EC	中国	109	6%	118	3%	9%	308	160%	38%	
シンメンテ	飲食店保守	日本	714	4%	777	2%	9%	1,414	82%	22%	
その他				3%		2%					
現金				1%		1%					

今月の取引はありませんでした。

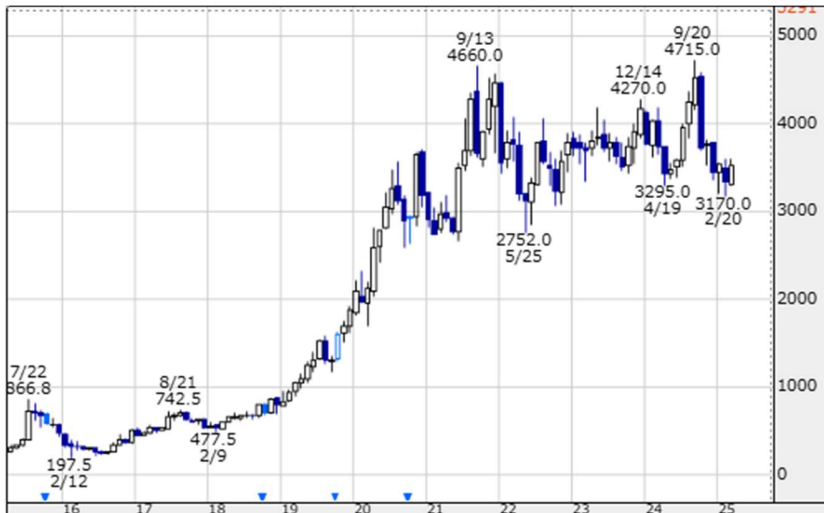
優良株をいつ売却すればいいのか？

私が投資したい企業は、以下の4点を満たしている企業です。

- ① 競争優位性が理解でき、かつ拡大している企業
- ② 既存事業の成長余地が3倍以上ある企業
- ③ 過去の実績や保有株式の状況から経営陣が信頼できる企業
- ④ 3年後の適正株価に対して現在の株価が50%以上割安である企業

最近のぜいたくな悩みは、株価上昇によって自分の考える3年先の適正な企業価値に近づいた場合にどうするのかという問題です。過去の売却ルールは、3年後の適正株価に対して90%になったら売却して現金化し、新しい投資先を探すというものでした。バリュート投資よりの場合は、収益拡大というよりはバリュエーションが改善したところで売却できるためこのルールでうまく行ったこともあります。長期にわたって成長が持続する本当の優良企業を保有した場合には売却が早すぎて、長期的な成長の果実を取り逃す場合もあります。

神戸物産の株価推移



成長を取り逃した失敗例が業務スーパーをFC展開する神戸物産です。2018年3月に株価500円で投資開始。当時考えた適正株価は1000円でした。2019年3月に1000円突破。購入した株数の約20%を売却してしまいましたが、確固たる競争優位性があることは理解していたので、自分の売却ルールを曲げて残りを保有継続することができました。その後、2019年8月には1500円を突破。ここでまた20%売却。2020年3月に2000円を超えたところで、残りも売却してしまいました。投資金額の3.5倍で売却できた過去一番の成功例のはずですが、個人的には競争優位性の高さをよく理解できていただけにアップサイドを取り逃したという気持ちの方が大きいです。

この期間の業績推移は以下の通りです。2017年10月期から2020年10月期の4年間、売上は+36%、利益率の拡大で+33%。掛け算して利益が+80%ですが、PERが15倍という普通の企業という評価（現在の日経平均のPERは約15倍です）から、42倍という超優良企業の評価に様変わりしたことで、株価は600円から3000円と5倍も上昇しました。このように、理想的な株価上昇局面では、「売上拡大 x 利益率改善 x バリュエーション改善」と3段エンジンが点火していくので、想定以上の高値まで上がることがあります。2020年以降は、さすがに40倍を超えるPERのさらなる上昇は難しく、EPS成長並みの株価上昇にとどまっています。

		2017.10	2018.10	2019.10	2020.10	2021.10	2022.10	2023.10	2024.10	2017>2020	2020>2024
売上	10億円	252	267	300	341	362	407	462	508	36%	49%
% 利益率		3.3%	3.9%	4.0%	4.4%	5.4%	5.1%	4.5%	4.2%	33%	-4%
利益	10億円	8.3	10.4	12.1	15.0	19.6	20.8	20.6	21.4	80%	43%
株数	百万株	211	213	215	216	218	219	221	221	2%	2%
EPS	円	39	49	56	70	90	95	93	97	76%	39%
PER		15x	15x	28x	42x	43x	34x	40x	38x	173%	-9%
株価	円	610	714	1593	2936	3891	3235	3727	3712	381%	26%

神戸物産の教訓は、これはすごいと思った企業が適正株価に近づいたからと言って、簡単に売却してはいけないということです。Mohnish Pabrai が最近の [youtube](#) で同じようなことを言っていました。世界で一番裕福な Walton 家は、Walmart 創業者の Sam Walton が 1992 年に亡くなってからも、一貫して保有を続けています。彼らは経営に参与していませんが、一番の判断は Walmart の株式を保有し続けたことです。彼らのポートフォリオはおそらく Walmart が 90% 以上で、教科書的な分散投資を無視しています。イギリスの投資家である Nick Sleep という人も、Amazon、Costco、Berkshire Hathaway の 3 銘柄しか保有せず、今後もこれしか保有する予定はないということで、運用報酬をもらうのも悪いからとファンドを解散して顧客に資金を返してしまいました。運用成果は S&P500 に圧勝していることはもちろん、ほとんどのファンドマネージャーを上回っているでしょう。投資をすればするほど、優良企業というのはとても少ないことに気が付きます。自分が理解できる優良企業となれば、尚更です。冒頭にあげた 3 条件を満たす企業があった場合、その希少性を高く評価すべきだと思うのです。現在のポートフォリオは Protector 一社で 40% 以上と一見びびつな状態に見えますが、優良成長株を保有してきた結果とも言えます。

ようやく本題です。Interactive Brokers という世界的に展開するオンライン証券を、2022 年 10 月に \$75 で購入しました。本質価値は \$160 と見ていました。2023 年末まで横ばいで推移した後、2025 年初頭にかけて一気に \$240 近くまで株価上昇します。目標株価の \$160 を超えたところは平静でしたが、さすがに \$200 超えは高いと思ってしまう。どうしようかと迷っている間に、株価が調整して \$160 まで下がってきてくれました。これでまたしばらくは売却すべきか悩む必要はないのですが、果たして適正株価の 1.5 倍である \$240 で売却すべきだったのでしょうか？ Mohnish Pabrai は、「目標株価より相当高くなったら売却を考えても良い」と述べています。適正株価の 2 倍になったら迷わず売却でしょう。1.2~1.3 倍は誤りの範囲。では、1.5 倍は？まだ結論は出ていません。



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。

2025 年 4 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%	-2.4%	4.1%										9%

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	9%		-5%		-5%	150	-5%	-9%
累計	891%	174%	106%	290%	204%		42%	484%
年率換算	23%	10%	7%	13%	10%		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)

