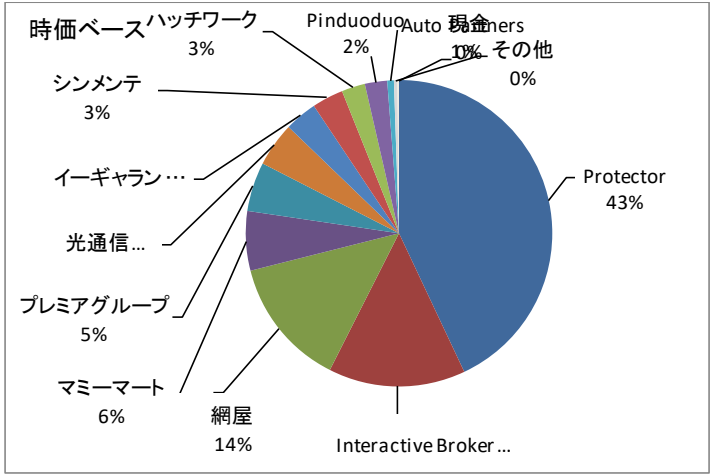
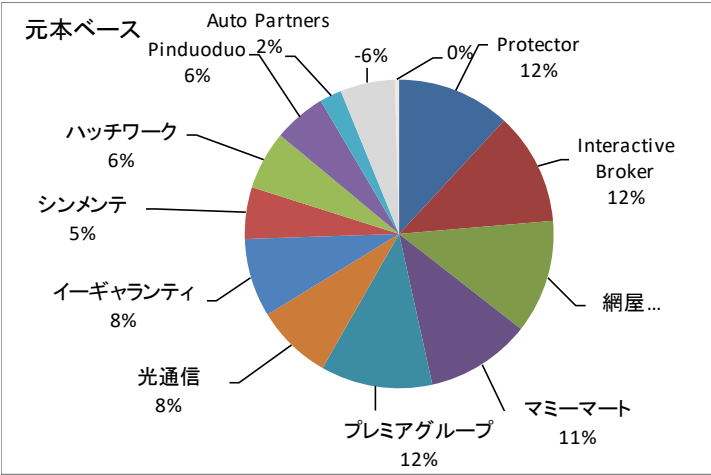
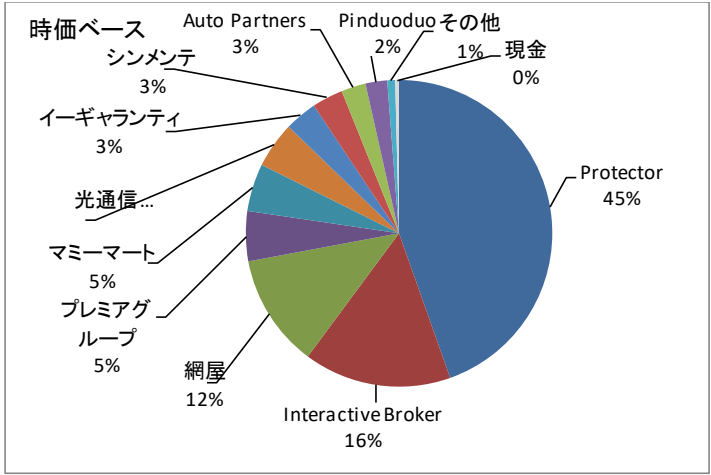
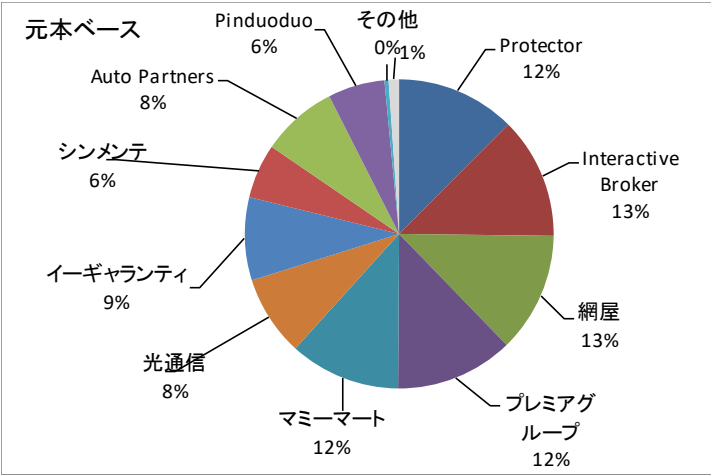


2025 年 8 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2025 年 7 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%	486	43%	836%	406	-16%	-6%	
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	20	13%	62	14%	217%	44	-30%	-11%	
網屋	ITログ管理	日本	1,278	13%	3,765	14%	195%	3,057	-19%	-7%	
プレミアグループ	中古車販売店サービス	日本	1,962	13%	2,257	5.2%	15%	4,292	90%	24%	
マミーマート	スーパー	日本	4,697	12%	6,900	6.3%	47%	11,375	65%	18%	
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	9%	39,160	4.7%	51%	67,785	73%	20%	
イーギャランティ	売掛債権保証	日本	1,392	9%	1,487	3.4%	7%	2,418	63%	18%	
シンメンテ	飲食店保守	日本	724	6%	1,145	3.3%	58%	1,737	52%	15%	
ハッチワーク	駐車場DX	日本	2,362	7%	2,457	2.5%	4%	6,197	152%	36%	新規購入
Pinduoduo	EC	中国	109	6%	120	2.4%	11%	165	37%	11%	
Auto Partners	自動車部品卸売	ポーランド	26	3%	20	0.7%	-21%	31	52%	15%	一部売却
その他				-6%		0.4%					
現金				1%		0.2%					

ハッチワークという日本企業を新規購入。購入資金を作るため、2023年6月から新規購入したポーランドの自動車部品卸の **Auto Partners** を売却しています。2年たっても当初の見込み通りには事業が推移していないため、この投資は失敗。撤退することにしました。理由は後述します。

新規購入 ハッチ・ワーク



2024年3月26日にIPOした企業で、現在の時価総額は約50億円です。創業は2000年とそこそこの歴史のある会社ですが、主力事業が2回変わっています。祖業は賃貸オフィスデータを提供していたそうですが、2005年に大竹さん（1963年生）に社長交代して2008年に貸会議室事業を開始。さらに、2018年に月極駐車場管理サービス事業を始め、現在の主力事業になっています。2018年から、月極駐車場管理サービス事業を立ち上げた増田知平氏（1978年生）が社長になっています。

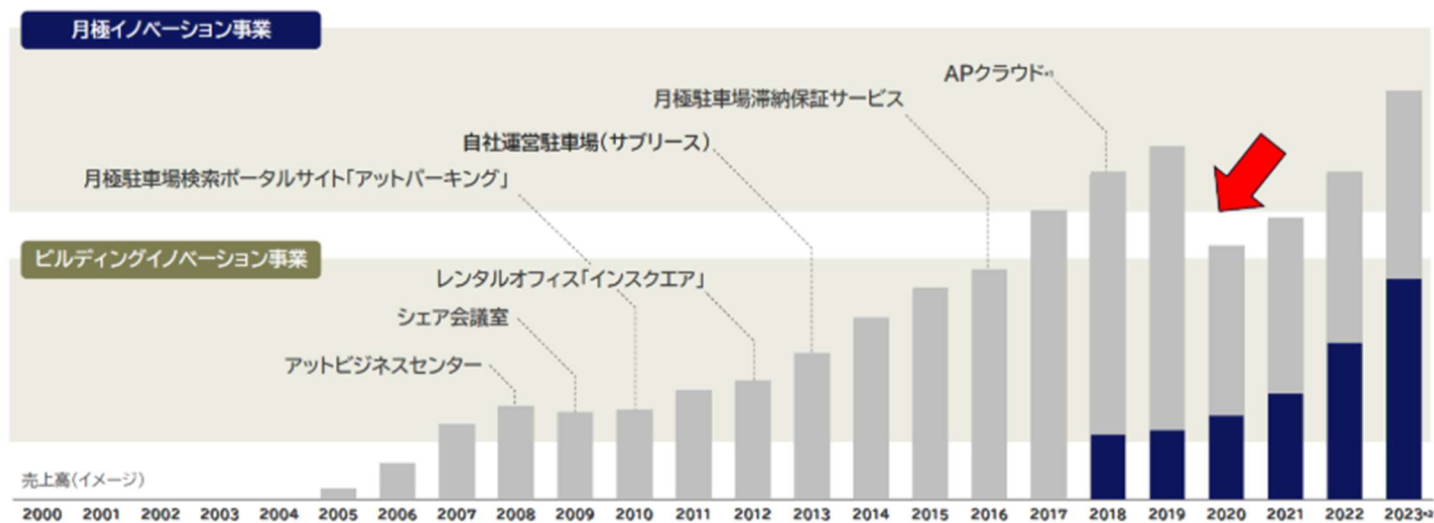
株式会社ハッチ・ワーク 代表取締役社長 増田 知平 氏



1978年生まれ

- 経営学修士（MBA）
- 青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 修了
- 株式会社セブン・イレブン・ジャパン
- 株式会社グラントコーポレーション を経て
- 株式会社ハッチ・ワーク 代表取締役社長

2024年3月26日 東京証券取引所 グロース市場上場（証券コード：148A）



(出典：<https://www.independents.jp/article/2538>)

今後の成長ドライバーである月極駐車場管理サービス事業について説明します。賃貸不動産業界では、オーナーが管理会社に物件管理を委託するケースがほとんどです。管理会社は、入居者募集をして家賃から毎月管理手数料をストック売上としてもらい、さらに不定期のフロー収入として不動産仲介手数料をもらうビジネスモデルです。オーナーは賃貸住宅と合わせて駐車場を持っていることも多く、セットで管理会社に委託したい。一方、管理会社としては駐車場は月額賃料が低く管理手数料も低い訳で、仕方なくやっていることが多いそうです。確かに、東京で賃貸駐車場を見ると、ブロック塀に「問い合わせは〇〇不動産へ」と看板が貼っているくらいで、空車状況も料金情報も分かりません。**Suumo** やホームズのような駐車場ポータルサイトもまだ普及フェーズだそうです。日本には自家用車約6000万台に対して、約**50%**にあたる3000万の月極駐車場が借りられていると推計されています。しかし、大手駐車場ポータルサイト4社（パークダイレクト、アットパーキング、カーパーキング、いえらぶパーキング）の空車・満車ふ含めた掲載数を合計すると約500万か所。重複掲載がない前提でも、カバー率は**20%**足らずです。これに対して、賃貸住宅で**Suumo** などのポータルサイトに出ない情報はほとんどないでしょう。

ビジネスモデルは以下の通りです。管理会社に営業して、採用が決定すると、管理している駐車場情報をアットパーキングに移行します。この初期手続き、管理台数が多ければ多いほど面倒くさいが、切替コストの高さにもつながります。移行した既存契約は、管理会社の方針次第で決済代行を受託します。代行手数料は公表されていませんが、「銀行振込手数料相当」ということなので、月100円くらいでしょう。次に、新しい賃貸契約がアットパーキング上で結ばれた場合、滞納保証加入が義務付けられ、月額保証料として月額賃料×5%を受け取ります。業績から逆算すると、平均賃料約1万円に対して月額保証料約500円を受け取っている想定です。

ここからがポイントですが、アットパーキングに登録した台数は2025年6月末で41.7万台に対して、決済代行は40%の15.9万台、売上インパクトが大きい滞納保証は18%の7.5万台になっています。時と共に既存契約が解約され、新しい滞納保証付きの契約に切り替わっていくわけですから、いずれ決済代行と滞納保証比率は駐車場稼働率まで上昇するはず。つまり、今後新しい登録台数が一切なかったとしても、決済代行と滞納保証比率が60%まで上昇すれば、コストはそれほど増えずに、売上が3倍になるということです。6〜7倍の値上げを達成した網屋ではありませんが、これほど高い潜在売上を抱えたビジネスはなかなかお目にかかりません。

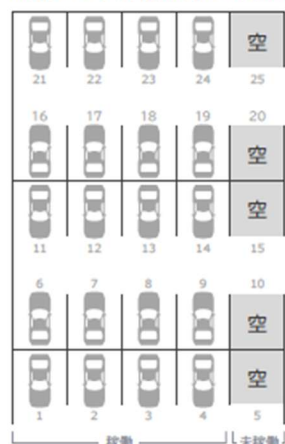
東証は2030年から上場5年たっても時価総額100億円以下の会社を退場させる方針です。ハッチ・ワークの場合は5年で時価総額を2倍にする必要がありますので、年率成長14%です。おそらく売上成長を追い求めて成長投資が続くと思いますが、いつでもコスト側を抑えて利益を出すことができるビジネスモデルです。5年で2倍、年率14%は期待できると思います。

リスクですが、一番は競争環境。ニーリーという2013年創業のスタートアップが最大の競合です。こちらはキラキラIT企業という印象で、既に100億円以上を調達。人材の質や情報発信のスマートさなど差を感じます。しかし、顧客である管理会社にいるのは不動産業界の方々です。不動産業界出身のハッチ・ワークにも優位性があるように思います。長期投資には競争優位性の拡大が重要だと思うので、ここはウォッチしていく必要があります。

サービス	サービス費用負担者	収益モデル
APクラウドサービス		
月極駐車場管理システム	オーナー・管理会社	システム利用料: 1社当たり月額1.5万円 または 無料 MRR
決済代行	駐車場利用者	決済手数料: 決済件数×定額手数料(円) MRR
滞納保証	駐車場利用者	初回保証料: 賃料1ヶ月分(円) 月額保証料: 月額賃料(円)×5% MRR

管理会社A社がAPクラウド導入

A社がAPクラウドに登録している区画



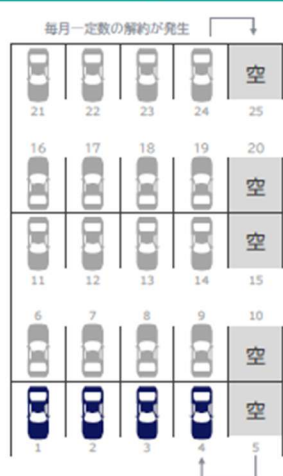
APクラウド導入時点の稼働区画は、既存利用者から保証料は収受しない
(利用者にとって、実質的な値上げにならない)
→ 決済引継ぎ後から決済手数料が発生
(定額)

: 利用者が駐車場を月極契約・利用している区画・台数(稼働区画・台数)

: 月極契約・利用されていない区画・台数(未稼働区画・台数)

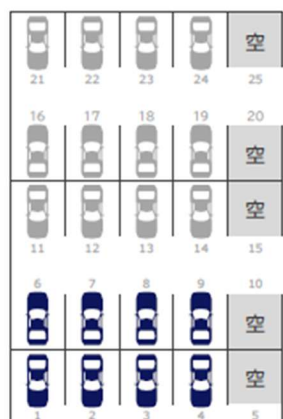
: 利用者が駐車場を月極契約・利用しており、月額保証料が発生している区画・台数(滞納保証対象区画・台数)

Xヶ月後

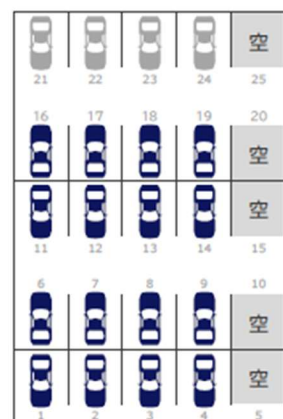


新規利用開始の際、
利用者は当社と保証契約を締結
→ 初回保証料と月額保証料が発生
(賃料1ヶ月分) (月額賃料×5%)

Y年後



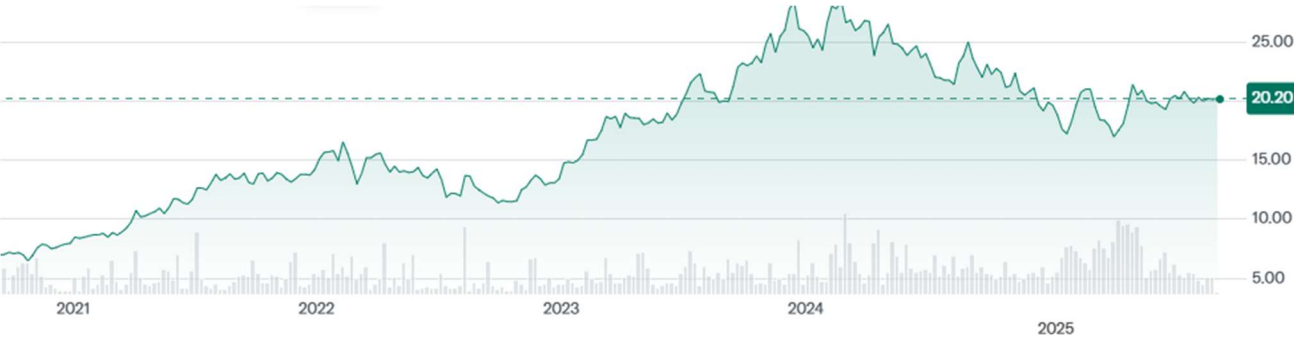
Z年後



APクラウド導入以降に新規利用開始された区画が
増加するにつれて、滞納保証台数が積み上がり

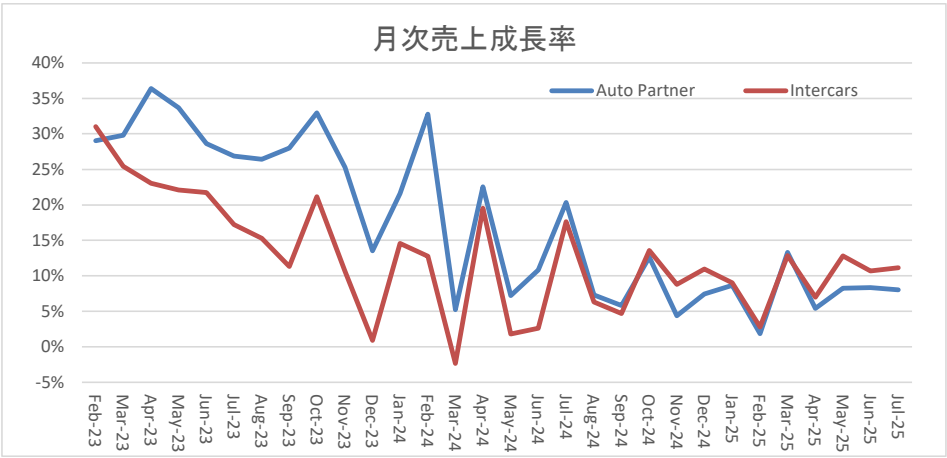
	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12
BASE	-0.7yr	0.3yr	1.3yr	2.3yr	3.3yr	4.3yr
Sales	2.37	2.66	2.99	3.34	3.72	4.12
%YoY		12%	12%	12%	11%	11%
Norm. OP	0.18	0.31	0.46	0.63	0.82	1.02
%YoY		68%	50%	37%	30%	24%
%OPM	7.7%	11.6%	15.5%	19.0%	22.0%	24.7%
Eq. Method		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
NP	30%	0.13	0.22	0.32	0.44	0.57
Minority		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NP to Parent		0.13	0.22	0.32	0.44	0.57
EPS		67	113	169	232	300
chg in Invested Capital		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% Sales / IC		-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
PER		20.0x	20.0x	20.0x	20.0x	20.0x
Business Value		4.3	6.5	8.9	11.5	14.3
Net cash	1.0					
欠損金	0.3					
Net Cash	1.2	1.2	1.5	1.8	2.3	3.7
Per share						
Business		2,252	3,381	4,638	6,006	7,468
Net Cash		780	966	1,217	1,537	1,931
TOTAL		2,642	3,864	5,246	6,774	8,434

	BULL	BASE	DOWN	
Cost of Equity	8.0%	8.0%	8.0%	
Terminal Growth Rate	4.0%	3.0%	2.0%	
41% Exit PER	25.0x	20.0x	16.7x	
Wide Moat?		0.50		
Rapid growth?		1.00		
Large potential market?		1.00		
Good capital allocator?		0.50		
Shares		1.91		
Treasury		0.00		
# of stocks		1.91		
	0yr	1yr	2yr	3yr
Business		3,007	4,221	5,552
Net Cash		905	1,134	1,431
Intrinsic value	2,569	3,459	4,788	6,268
Diluted	2,448	3,297	4,564	5,975
		35%	38%	31%



2023年6月から平均取得価格21 PLNで購入しましたが、2年経って業績は下記の通り当初予想を下回っています。コロナ中にサプライチェーンが混乱したため、在庫を持っている当社のような企業は価格決定力が上がり、粗利益率の改善（26—27%→30%）によって、それまで6—7%の営業利益率が10%にまで拡大します。その後、インフレ環境で仕入れ価格が上がり、需要も平準化したため、営業利益率はコロナ前の水準に戻ってきています。コロナが終わってみれば当たり前の話ですが、私はコロナ特需のボーナス状態が続くと錯覚していました。ラトビアの化粧品企業 **Madara** がEC特需で急改善した利益率が維持できると考えた投資と同じ間違いです。さらに、業界首位の **Intercars** に対してコロナ中の売上成長率が上回っていた点を、競争優位性の拡大と勘違いしてしまいます。最近の売上成長率は **Intercars** の方が高いくらいで、利益率も競争優位性も双方に勘違い案件となりました。**Sohra Capital** という投資家のレポートを参考に投資しましたが、事業への理解が足りていませんでした。

	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12
当初予想									
Sales					3527	4360	5358	6550	7964
%YoY					24%	24%	23%	22%	22%
OP					317	392	482	590	717
%OPM					9%	9%	9%	9%	9%
実績									
Sales	1479	1670	2262	2835	3653	4112			
%YoY		13%	35%	25%	29%	13%			
OP	88	152	245	281	298	296			
%OPN	6%	9%	11%	10%	8%	7%			



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。

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%	3.1%	11.8%	6.9%	14.2%	-0.1%					54%

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	54%		10%		10%	147	-7%	2%
累計	1293%	174%	137%	290%	250%	40%	484%	388%
年率換算	25%	10%	8%	13%	11%	3%	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)

