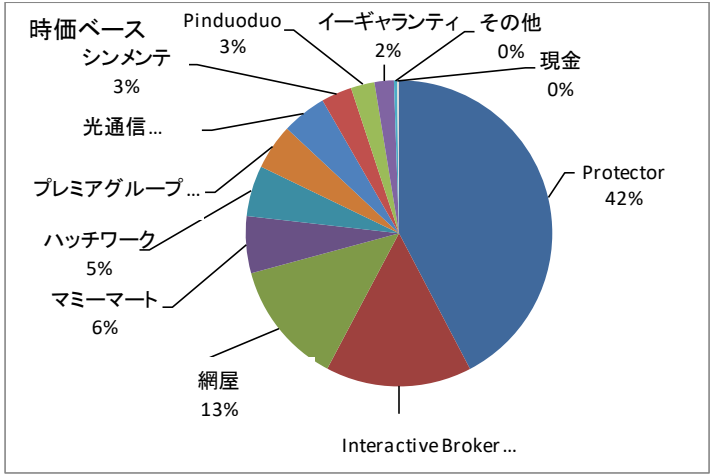
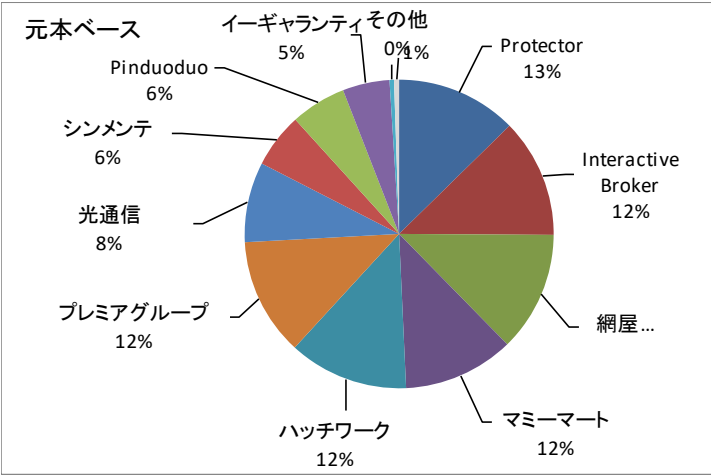
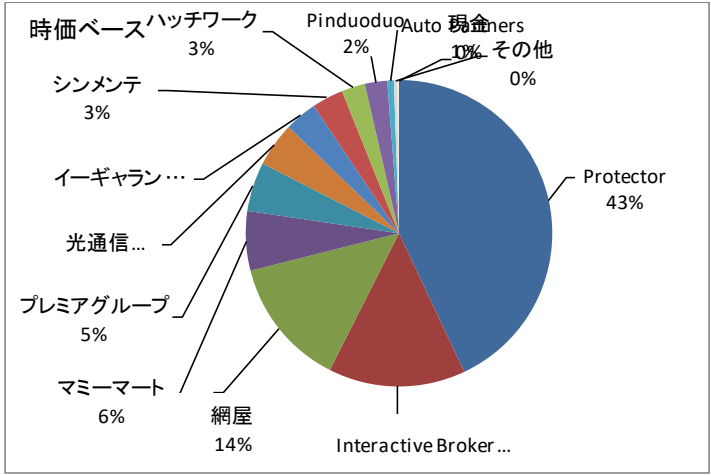
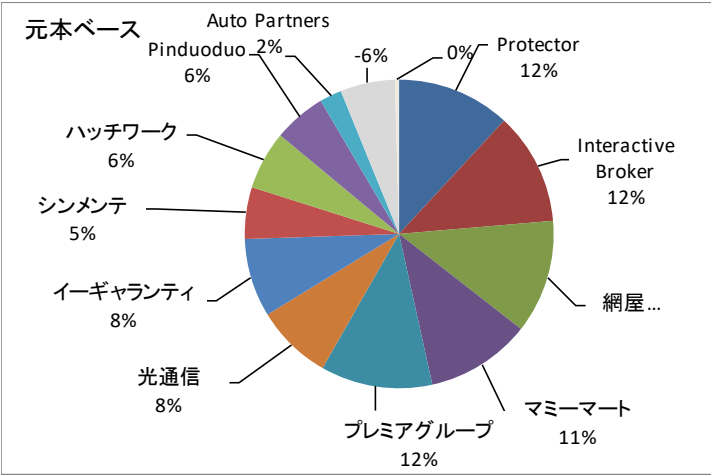


2025 年 9 月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、2025 年 8 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 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%	491	42%	847%	413	-16%	-6%
Interactive Broker	オンライン証券	アメリカ	20	12%	69	15%	251%	45	-35%	-13%
網屋	ITログ管理	日本	1,278	13%	3,750	13%	193%	3,098	-17%	-6%
マミーマート	スーパー	日本	939	12%	1,375	6%	46%	2,301	67%	19%
ハッチワーク	駐車場DX	日本	2,393	13%	2,900	5%	21%	6,011	107%	27%
プレミアグループ	中古車販売店サービス	日本	1,962	12%	2,156	5%	10%	4,348	102%	26%
光通信	各種ストック事業	日本	25,900	8%	41,280	5%	59%	68,298	65%	18%
シンメンテ	飲食店保守	日本	724	6%	1,159	3%	60%	1,753	51%	15%
Pinduoduo	EC	中国	109	6%	132	3%	22%	165	25%	8%
イーギランティ	売掛債権保証	日本	1,410	5%	1,636	2%	16%	2,442	49%	14%
その他				0%	0%					
現金				1%	0%					
Auto Partners	自動車部品卸売	ポーランド								全部売却

ハッチワークの追加購入資金を作るため、Auto Partners を全て売却。足りなかったため、日本で売掛債権保障サービスを手掛けるイーギランティを一部売却しました。イーギランティは倒産件数が増えている経済環境をチャンスととらえ、過去 20 年間の実績値である年率 10 % の成長に対し、2025 年 3 月期の売上 100 億円から 2028 年 3 月期に 200 億円と今後 3 年で 2 倍（年率 26 %）成長を目指しています。実現すれば現在の株価は割安ですが、こんな劇的に成長スピードを変えられるものか、懐疑的です。また、創業者の江藤さんはストックオプションによって持ち株をドンドン増やして（現在 6.6 % 所有）おり、そのやり方も好きにはなれません。

Protector 詣で@オスロ

(Protector 株価)



9月上旬に1週間ほど、人生初めてノルウェーに行ってきました。オスロに2-3日、あとは西のベルゲンなどで定番のフィヨルド観光を楽しんできました。旅の一番の目的は、損害保険会社の **Protector** の経営陣に会うことです。2020年7月に購入して、5年後の2025年7月に人生初の10倍株を達成。これまで **Protector** のIRとメールでやり取りすることはありましたが、対面で謝辞を伝えたいと出かけてきました。9月3日午前10時、**Protector** の創業者の一人で、2004年から2021年9月までCEOを務めた **Sverre Bjerkeli** とオスロ中心部のカフェで待ち合わせ。彼は現在、**Hvaler Invest** (<https://hvalerinvest.no/>) というファミリーオフィスを経営しています。現在の時価総額で約6000億円の大企業を作った張本人と一対一で過ごす贅沢な1時間でした。一般公開されていない裏話（例えば、CEO交代の理由）を教えてくださいました。午後3時からは **Protector** 本社で現CEOの **Henrik Høye**、何度もやり取りしてきたIR担当の **Amund Skoglund**、さらにCTOの **Leonard Bijl** とミーティング。**Henrik** の経歴（彼は創業メンバーの長男）からモチベーションの源泉を確認したいと臨みました。



Sverre Bjerkeli とカフェの前で



Henrik Høye と Amund Skoglund と本社ロビーで

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。

2025年10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%	3.1%	11.8%	6.9%	14.2%	-0.1%	3.9%				60%

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	60%		13%		14%	148	-6%	7%
累計	1347%	174%	143%	290%	262%	40%	484%	408%
年率換算	26%	10%	8%	13%	12%	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)

