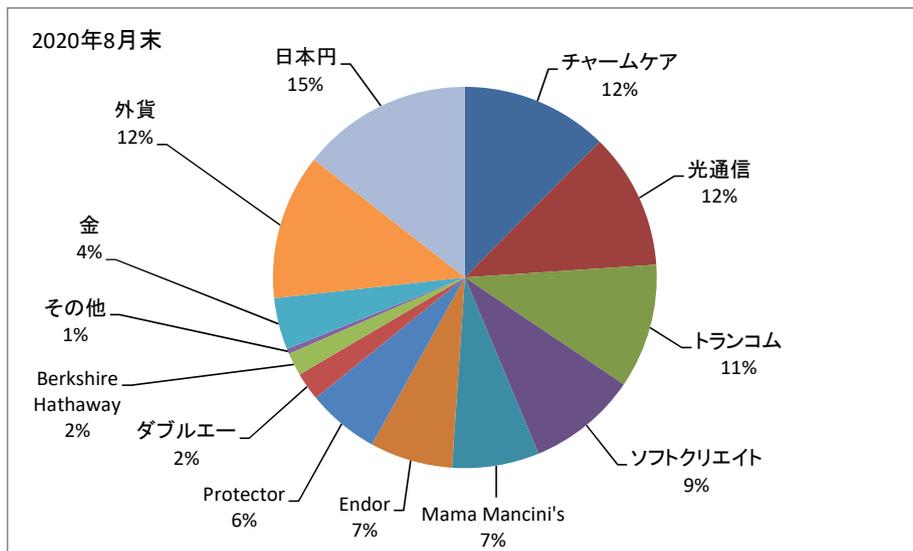


みなさま、

8月末のポジション報告をお送りします。



8月はポートフォリオ整理を優先して、かなり綺麗になりました。引き続き金の売却を進めると現金比率30%と高くなるので、現金比率が20%以下になるように投資していきたいです。

6062 チャームケア

ポートフォリオ1位が有料老人ホームを運営するチャームケアとなりました。チャームケアには2016-2019年にも投資させてもらって、大きな利益を上げることができた思い出深い銘柄です。7月に株価800円を下回って割安に見えていましたが、情けないことに投資に踏み切れませんでした。

チャームケアは現社長の下村隆彦氏が2004年に63歳で創業しました。下村氏は30歳から家業の下村建設の社長を務め、道路補修など安定事業に注力することでバブル崩壊以降も黒字経営を続けたそうです。65歳で下村建設の経営から退き、リタイアして悠々自適に暮らそうかと思ったそうですが、もう一勝負してみたいと、2000年に介護保険制度が新設されて誕生した介護事業に参入したそうです。

建設業に続き、介護事業でも成功を収めた下村氏も77歳になりました。高齢故、株主総会でも毎年のように後継者問題について質問が出ます。2019年には長男の下村隆洋氏(39歳、現：下村建設社長)がチャームケア取締役役に就任しました。株主総会に出席した知り合いの話では、あまり長男の印象が良くなかったとのこと。個人的には経営の世襲にも疑問を持っていました。さらに、2020年5月には3360 シップヘルスケアHD(時価総額2500億円)という上場企業に下村氏の持株29.45%を譲渡することが発表され、経営のバトンを渡す準備に入ったと感じていました。私は下村社長の経営するチャームケアに魅力を感じていたため、次期経営陣が不透明なまま投資することに逡巡していました。

このような背景の中、8月7日の決算説明資料に記載されていた積極的な成長戦略に驚きました。特に、「創業期(2005年~2020年6月期)から成長期(2021年6月期~)に移行。一層の業容拡大を目指し

てまいります。」という文言に度肝を抜かれました。私はてっきり、これまでが成長期で、これから下村社長の退任に向かって成熟期に入ると思っていました。まさかこれまでが準備段階で、ここから成長期という認識は全く持っていませんでした。チャームケア IR に電話したところ、「社長がやる気だと」。私は下村社長の意向を完全に読み違えていました。

下村社長の強い成長志向が衰えていないどころか、さらに加速していると分かった以上、会社への評価を変えざるを得ません。個人的には 1000 円以下で買えれば安いと思います。その理由は、既存老人ホームの収益です。老人ホームを新規開設するたびに先行投資が発生するため、チャームケアのような成長企業の収益は常に過小計上されます。本当の収益性を理解するには、既存ホームの収益を取り出すことがポイントだと思っています。2020 年 6 月までに開設されたホームが満室稼働した場合、売上 243 億円、粗利益 54 億円、営業利益 37 億円（営業利益率 15%）を稼げます。税率 32%、PER15.4x として、既存ホームは一株あたり 1200 円の価値があります。満室稼働という想定が非現実的だとしても、チャームケアは過去 5 年 97% 以上の入居率を維持できているので、既存ホームで 1000 円の価値があります。一株 1000 円で投資できれば、下値も限定的で、かつ成長によるアップサイドを享受できると考えています。

下村社長のように現状に満足せず、成長志向の強い経営者を応援していきたいです。

長友

2020 年 9 月 1 日@リガ