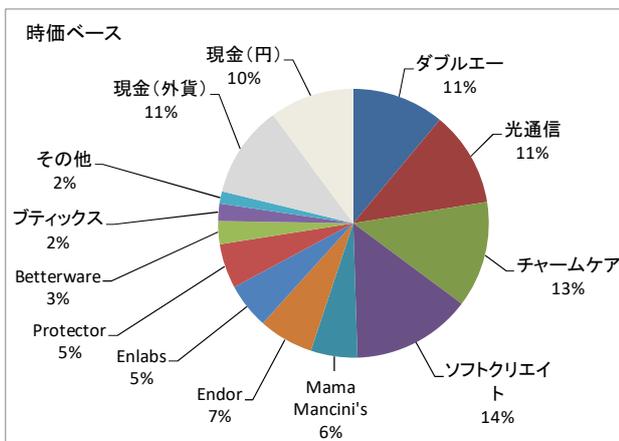
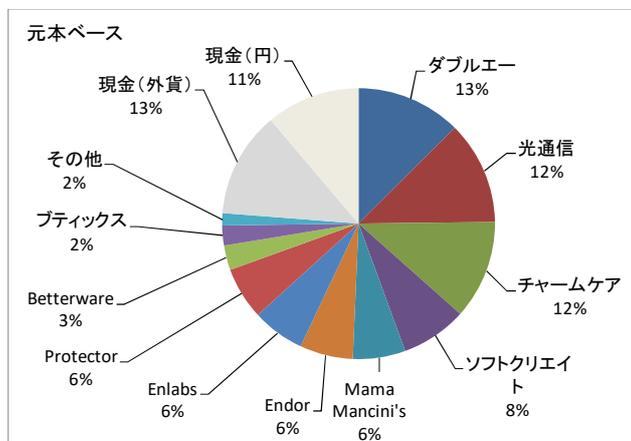
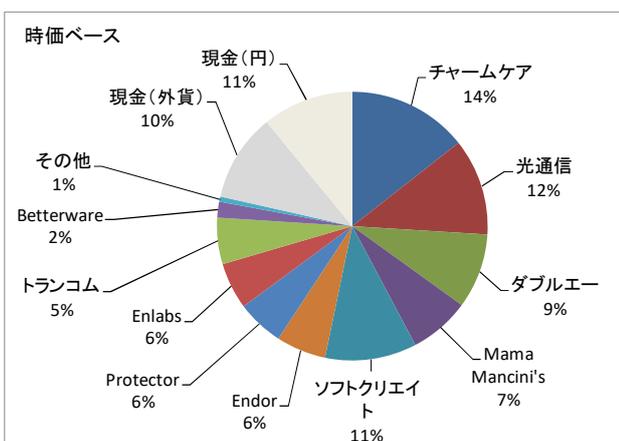
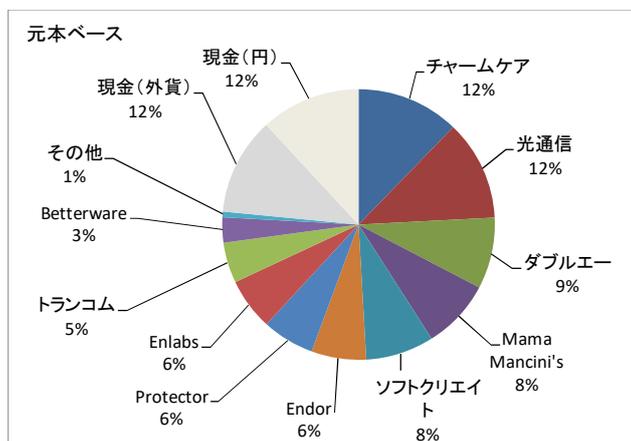


みなさま、

10月末のポジション報告をお送りします。



比較のため、9月末のポートフォリオも記載しました。



10月下旬、トロントでは気温が氷点下まで下がりました。急な寒さに落葉が一気に進み、庭は落ち葉だらけ。片付けてはさらに落葉してくるというイタチごっこが続いています。カナダはアメリカや欧州ほどではありませんが、残念ながらコロナ新規感染者が再度増加しています。州政府が「ハローウィンを自粛しましょう」と言い出す始末。うちは、お菓子を玄関前に置き、セルフサービスで取ってもらう事にしました。近所のおばさんは魔女に扮して、箒の先にお菓子を乗せ、近づくことなく渡していて、粋だなと感じました。何でも中止することは簡単ですが、子供はもちろん、地域の大人も子供の訪問を楽しみにしているイベントです。どうすれば安全に実施できるか、という視点で前向きに考えたいです。

10月はトランコムの売却、ダブルユーの購入を続けました。現金比率 25%という制約の中では、バランスの取れたポートフォリオになってきたと感じています。さらに買い増したくなる時もありますが、気持ちが大きくなるときこそ、逆に警戒すべきだろうと思うことにしています。

## 9272 プティックス

「業績の不確実性が高い企業に投資する」という改善に取り組んでいます。例えば、A社は高い確率で3年後に100

万円の利益が出る。B社は3年後の利益は-100~300万円とします。どちらも3年後の期待利益は100万円ですが、投資家の多くは確実性の高いA社を好み、株式市場で高く評価されやすいです。この値付けがチャンスだと感じます。業績の不確実性が高いことは、「下落率が大きい」と悲観的にも、「上昇率が大きい」と楽観的にも捉えることができます。株式市場は楽観と悲観の間で振れる人間心理を表し、業績の不確実性が高い企業ほど株価の振幅が大きくなります。不確実性を割り引いても株価が安い状況が見つかれば、「負けても小さな損失、勝てば大きな利益」という理想的な投資ができます。

ブティックスは、そんなアイディアの一つです。創業者の新村祐三氏は、1990年、24歳でリードエグジビションという展示会業界のトップ企業に入社します。取締役まで出世して退社。2006年、40歳で奥様の家業の介護用品レンタル・販売事業を引き継いで社長業をスタートします。介護報酬改定の影響を受けて苦しみ、ネット通販に多角化。ここでも大手の新規参入に苦しみ、2015年に介護業界向けBtoB展示会を始めてようやく業績が安定します。試行錯誤すること10年、前職リードエグジビションで培った経験・ノウハウが活かせる分野で花開きました。

2011年に介護用品レンタル事業、2020年にはネット通販事業を譲渡し、現在は介護業界向け展示会事業と介護業界向けM&A仲介事業の2つに専念しています。展示会に来る企業から、M&A相談を受けることが多く、自社ネットワークが活かされると判断してM&A仲介事業に参入しました。介護業界ではM&A需要が高まっています。背景は、介護報酬改定と人材不足です。2000年に始まった日本の介護保険制度では、2年に1回報酬改定が行われます。高齢者の増加に伴い介護保険の財政は悪化していますから、支払総額を抑える方向で報酬改定が行われるでしょう。また、サービス提供するための人材確保も難しくなっています。介護業界ではますます集約化が進みそうです。

M&A仲介事業は、2011年に興銀、VC、事業会社を経て入社した速水さんが立ち上げました。速水さんはM&Aの専門家ではないようですし、成功確率に不確実性がありますが、現在M&A部隊を育成しているところです。案件は豊富にあるようで、仲介方法や人材育成を仕組化することが事業の安定成長へのカギとなりそうです。M&A仲介事業は、売上 = 従業員数 x 1人あたり成約件数 x 成約単価と変数が3つのシンプルなビジネスです。以下、シナリオに分けてまとめてみました。弱気シナリオと強気シナリオでは利益の差が5倍以上になります。M&A仲介は設備投資が不要で借入もありません。仮に大きく伸びなくてもダウンサイドは少なく、逆に軌道に伸びれば、業績が10倍になっても不思議はありません。「負けても小さな損失、勝てば大きな利益」という状況かなと思っています。

	実績 2020年 3月期	3年後シナリオ			5年後シナリオ			
		2023年 3月期 弱気	2023年 3月期 中立	2023年 3月期 強気	2025年 3月期 弱気	2025年 3月期 中立	2025年 3月期 強気	
M&A事業								
売上	億円	3.6	3.9	8.0	14.0	4.5	10.5	19.6
成約件数	件	49	65	114	175	75	150	245
従業員数	人	10	13	19	25	15	25	35
年間増加			1	3	5	1	3	5
1人あたり案件	件	4.9	5.0	6.0	7.0	5.0	6.0	7.0
成約単価	百万円	7.3	6.0	7.0	8.0	6.0	7.0	8.0
税前利益	億円	2.0	2.0	4.4	8.4	2.3	5.8	11.8
利益率		55%	50%	55%	60%	50%	55%	60%
税引後利益		1.3	1.2	2.9	5.9	1.4	3.9	8.2
税率		36%	36%	33%	30%	36%	33%	30%

(黄色が前提条件)

長友

2020年11月1日@トロント