



THIS WEEK'S MAGAZINE Week of January 21

1. **10 Stockpickers 個別銘柄・投資対象→ P.2** 【ラウンドテーブル】
10 人の投資専門家による推奨銘柄・投資対象
2. **Why Gold Mining Stocks Are an Unalloyed Bargain 金鉱株が買い得な理由→ P.19** 【金鉱株】
合理化と金価格上昇の環境が整い、低迷の続く業界に好転の兆し
3. **Five Ways to Profit from the Boom in Life Science 有望セクター→ P.21** 【ライフサイエンス】
ライフサイエンス業界で有望な 5 銘柄を選別
4. **Office REITs at Bargain Prices 割安オフィス REIT も見極めが重要→ P.24** 【不動産投資信託】
地域による見通しのばらつきに注意
5. **Big Events Drive Big Returns イベントドリブン戦略→ P.27** 【ミューチュアルファンド】
2018 年に運用総資産を 6 倍に増やしたブラックロックのファンドの魅力とは？
6. **Bogle and ETFs: A Complicated History インデックスファンド→ P.29** 【ジョン・ボーグル氏】
バンガード創設者と ETF の複雑な歴史
7. **Up And Down Wall Street イベント目白押しの 3 月に向けて→ P.30** 【コラム】
米中貿易交渉、債務上限の期限、ブレイグジットと懸念材料が山積
8. **Electronic Arts and Activision Are Struggling 大手ゲームソフト会社の低迷→ P.33** 【ハイテク】
新たな収益モデルに適応できず、台頭するフォートナイトに苦戦
9. **The Trader NY ダウが 1997 年以来最高のスタートを切る→ P.34** 【米国株式市場】
米中貿易協議、企業決算発表へのポジティブな反応
10. **Preview 今週の予定→ P.37** 【経済関連スケジュール】
先が見通せない、米政府機関の一部閉鎖

※ 当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. 10 Stockpickers 個別銘柄・投資対象 10 人の投資専門家による推奨銘柄・投資対象

【ラウンドテーブル】

■ ラウンドテーブル 個別銘柄／投資対象

今週は、ラウンドテーブルの第 2 回として、各人の推奨銘柄・投資対象を紹介する。(本文中の株価等は、ラウンドテーブル開催前の 1 月 4 日時点のものである)。



■ 参加者と所属

	氏 名	所 属
1	ジェフリー・ガンドラック	ダブルライン・キャピタルの CEO 兼 CIO
2	ヘンリー・エレンボーゲン	T.ロウ・プライスの CIO
3	ウィリアム・プリースト	エポック・インベストメント・パートナーズの CEO 兼共同 CIO
4	オスカー・シェーフアー	リビュレット・キャピタルの会長
5	メルリル・ウィトマー	イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー
6	マリオ・ガベリ	ガムコ・インベスターズの会長兼 CEO
7	アビー・コーエン	ゴールドマン・サックス証券のシニア投資ストラテジスト
8	スコット・ブラック	デルファイ・マネジメントの創設者および社長
9	ルパール・バンサリ	アリエル・インベストメンツの CIO
10	トッド・アールステン	パルナッソス・インベストメンツの CIO



Jeffrey Gundlach
CEO and CIO
DoubleLine Capital
Los Angeles



Henry Ellenbogen
Portfolio mgr.,
New Horizons Fund
CIO, U.S. Equity Growth
T. Rowe Price
Baltimore



William Priest
CEO and co-CIO
Epoch Investment Partners
New York



Oscar Schafer
Chairman
Rivulet Capital
New York



Meryl Witmer
General partner
Eagle Capital Partners
New York



Mario Gabelli
Chairman and CEC
Gamco Investors
Rye, NY



Abby Joseph Cohen
Advisory director and senior
investment strategist
Goldman Sachs
New York



Scott Black
Founder and President
Delphi Management
Boston



Rupaul J. Bhansali
CIO, International & Global
Equities Portfolio mgr.
Ariel Investments
New York



Todd Ahlsten
CIO, Portfolio mgr.,
Parnassus Core Equity Fund
Parnassus Investments
San Francisco

■ ジェフリー・ガンドラック氏 (ダブルライン・キャピタルの CEO 兼 CIO)

米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げを予定している一方、他の中央銀行が金利を据え置いているため、ドル高を予想する向きが多い。しかしそれは、中央銀行の短期的な行動とドルの動きの間に相関関係がないことを見落としている。実際には、18 カ月先の FRB の行動に対する市場の考えとドルの変動との間に相関関係がある。年末に向けた金利予想の変化は、ドル安の動きと相関したものになるだろう。

2019 年に、FRB は 2 回の利上げを想定しているが、市場は実質的に利上げを予想していない。ドルに対する強気のポジションも大量に積み上がっており、ドル安に転じた 2016 年終盤と同水準になっている。また、財政赤字と貿易赤字もドル安との相関性が高い。

iShares MSCI エマージング・マーケット ETF (EEM) : ドル安は新興国株式のアウトパフォームとの相関性も高い。リスク資産の見通しに対してラウンドテーブルの一部参加者と同様に後ろ向きであれば、同上場投資信託 (ETF) を単にロングするだけでなく、SPDR S&P 500 (SPY) による S&P500 指数のショートでヘッジするべきだ。新興国市場は、第 4 四半期の混乱で S&P500 指数をアウトパフォームし始めている。新興国株式は、もはやバリュートラップではない。

金、バンエック・ベクトル・ゴールド・マイナース ETF (GDX) : 私は 2018 年半ばに 1196 ドルの時に金に対して強気となった (1 月 4 日は 1286 ドル)。2019 年は、金とコモディティーが恩恵を受ける見込みだ。より積極的になるのであれば、金の価格にレバレッジをかけることになるバンエック・ベクトル・ゴールド・マイナース ETF もある。

バンガード・ショート・ターム・フェデラル・ファンド・インベスター (VSGBX) : 低コストで、1 年から 4 年の米国債に投資するファンドだ。財政赤字の問題によって、イールドカーブがさらにステイプ化 (長期金利が上昇) するのではないかと懸念しており、私は年限が 5 年以上のものには投資しない。

なお、ジャンク債からは撤退すべきだ。ショートするにしても費用がかかり過ぎる。



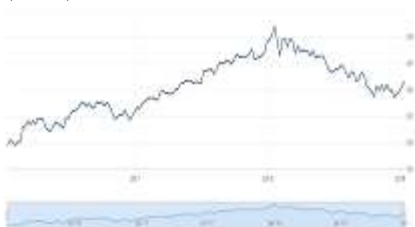
Jeffrey Gundlach

Jeffrey Gundlach's Picks

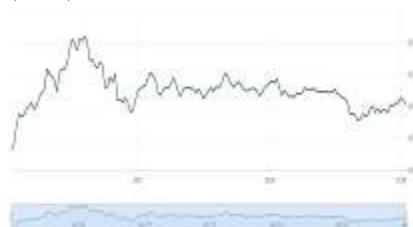
Company/Ticker	1/4/19 Price
iShares MSCI Emerging Markets / EEM	\$39.69
VanEck Vectors Gold Miners / GDX	21.30
Vanguard Short-Term Federal / VSGBX	10.55

Source: Bloomberg

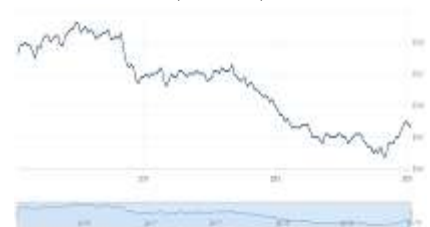
iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM)



VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX)



Vanguard Short-Term Federal Fund/Investor (VSGBX)



チャートは 3 年

■ ヘンリー・エレンボーゲン氏 (T.ロウ・プライスの CIO)

世界的に先行きが不透明な中で、投資家は内部成長が可能な企業を保有すべきだ。そのような企業であれば、2019 年の株式市場が下落した場合に、追加取得で投資平均単価を引き下げられる。4 銘柄を紹介する。

ガートナー (IT) : IT 関連の調査会社だ。全ての企業がテクノロジーの利用を改善し、同業他社による利用状況を理解する必要がある。そのため、同社の調査内容は企業にとって必要なものへと変化した。

買収したコーポレート・エグゼクティブ・ボードの立て直しに投じた費用も実を結びつつある。レバレッジは約 4 倍から今や 2.5 倍へ低下している。1 株当たり利益 (EPS) を 2019 年は 4 ドル台前半、2020 年は 5 ドル台前半と予想する。2020 年の 1 株当たりフリーキャッシュフローを 7 ドル近くと予想しており、株価／フリーキャッシュフロー倍率が現在の 18 倍から、20~25 倍へ戻ると予想する。

ウェイト・コネクションズ (WCN) : ごみ処理会社はテクノロジー・プラットフォーム企業による破壊的創造の影響を受けないと考えている。1998 年に新規株式公開 (IPO) をし、売上高は当時の 1 億ドル超から 2019 年には 54 億ドルを超える見込みだ。

売上高の約 43%は特定の自治体内におけるゴミの回収で、独占だが、料金上昇率は消費者物価指数 (CPI) 上昇率並だ。残る約 57%は競争のある市場におけるゴミ回収だが、回収量の 80%については自社の廃棄物処理場を利用しているため、高い処理費用を払わなくて済む。

EPS は 2019 年が約 3 ドル、2020 年が 3.40 ドルで、2020 年のフリーキャッシュフローは 3.75~4.20 ドルと予想される。一貫した 2 桁台の成長に鑑みると、株価／フリーキャッシュフロー倍率は約 20 倍、年末で 80 ドル台前半の株価が妥当だ。

ベイル・リゾーツ (MTN) : 昨年も推奨したスキー・リゾートの運営会社だ。2018 年の株価は、前半は好調だったが後半は失速して、年間ではわずかな上昇にとどまった。感謝祭以降にシーズンパスを発行して、スキー場の状況が判明する前に売上高を確定するビジネスモデルだが、昨年はシーズンパスの発行枚数が市場予想を下回った。予想を下回った理由はいろいろあるが、いずれにせよ 2019 年の業績に影響しないだろう。

バランスシートは健全だ。過去 10 年間の利払い・税引き・償却前利益 (EBITDA) の増加分の 40%は買収によるもので、買収者としては恵まれた立場にある。EPS は、2019 年 7 月期は 9 ドル、2020 年 7 月期は約 10.50 ドルと予想する。2020 年 7 月期のフリーキャッシュフローを約 13 ドルと予想しており、株価／フリーキャッシュフロー倍率を 22~25 倍とすれば、株価は 250~290 ドルになる。

SS&C テクノロジーズ (SSNC) : 金融業界向けソフトウェア開発会社だ。同社はヘッジファンドやプライベート・エクイティにサービスを提供しており、昨年はミューチュアルファンドにサービスを提供する DST システムズを買収した。

売上高の 10%は市場動向の影響を受けるが、残る 90%は受けず、EBITDA では約 5000 万ドルに相当する。DST システムズのシナジーは、市場予想を 5000 万~1 億ドル上回る可能性がある。



Henry Ellenbogen

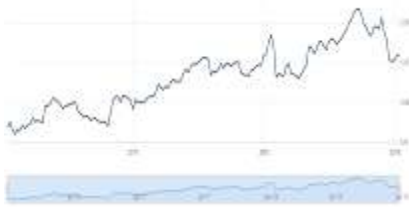
Henry Ellenbogen's Picks

Company / Ticker	1/4/19 Price
Gartner / IT	\$126.36
Waste Connections / WCN	74.02
Vail Resorts / MTN	217.74
SS&C Technologies Holdings / SSNC	45.08

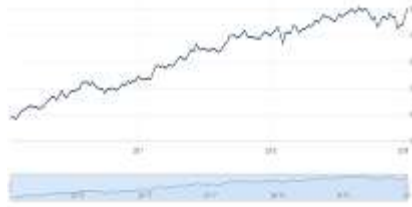
Source: Bloomberg

レバレッジは 4.7 倍と高いが、年末までに 4 倍未満に低下する見込みのほか、DST 買収に付随する医療システム関連の DST ヘルス売却でも、レバレッジを引き下げられる可能性がある。EPS を、2019 年が約 3.70 ドル、2020 年は 4~4.10 ドルと予想する。

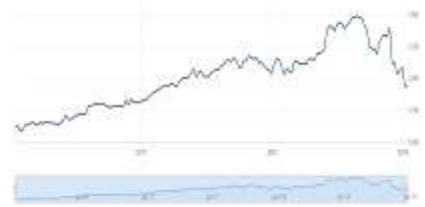
Gartner Inc. (IT)



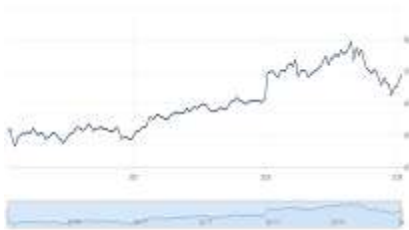
Waste Connections Inc. (WCN)



Vail Resorts Inc. (MTN)



SS&C Technologies Holdings Inc. (SSNC)



チャートは 3 年

■ ウィリアム・プリースト氏 (エポック・インベストメント・パートナーズの CEO 兼共同 CIO)

サフラン (SAF, フランス) : フランスの航空宇宙関連企業だ。ゼネラル・エレクトリック (GE) との折半出資の合弁会社が製造する航空機用エンジンが利益の半分以上を占める。狭胴機用エンジンにおける世界的リーダーで、ボーイング 737 やエアバス 320 に供給している。CFM56 エンジンからリープエンジンへの移行がリスクの一つだ。リープエンジンは遅れているが、A320 ネオや 737 MAX に採用が決まっている。

株価は約 105 ユーロで、株価／フリーキャッシュフロー倍率は 20 倍だ。1 株当たりフリーキャッシュフローは今後 4~5 年で 2 倍になる見込みで、株価は 3 年後に 150 ユーロになる可能性がある。

ヘクセル (HXL) : 先端材料関連の製造卸売会社で、58 ドルの株価は、2019 年予想利益に基づく株価収益率 (PER) で 22 倍の 75 ドルまで上昇する可能性がある。航空宇宙業界へ炭素繊維ベースの複合材料を供給する数少ない企業で、平均以上の成長を遂げている。ボーイングやエアバスが 7 年分以上の受注残を抱えている他、新型航空機における炭素繊維の使用量が旧来の航空機よりも多くなるため、同社の売上高は航空機生産台数以上に増加することになる。それは、1 桁後半の増収率と、2 桁台の増益につながる。

設備投資サイクルがほぼ終了しており、今後数年間のフリーキャッシュフローは利益の伸び以上に増加する見込み。フリーキャッシュフローの大半は自社株買いに使われ、過去 5 年間で発行済株数を約 15%削減している。

リンデ (LIN) : ドイツの産業ガス大手で、世界の大手 3 社の一角であり、フランクフルトとニューヨークに二重上場している。今後 12 カ月の上値は 200 ドル (2020 年予想株価／フリーキャッシュフロー倍率で 21 倍) の一方、下値は 140 ドル台半ばとみている。地理的にも最終需要家の構成的にも多様化している。

大半のコストを顧客に転嫁できる一方、長期のテイク・オア・ペイ契約 (買い主が契約で取り決めた全量を引き取らなかったとしても、全量に対する対価を支払う) が利益の相当部分を生み出している。同業のプラクスエアとの合併から 3 年以内に 1 株当たり 1.50 ドル超のシナジーが見込まれ、今後数年間のフリーキャッシュフローの 2 桁台の増加に貢献することになる。税引き後フリーキャッシュフローの約 50%を配当に充て、自社株買いも実施する予定で、今後数年間、発行済株数が年 3~4%減少すると私は予想している。

武田薬品工業 (4502)：アイルランドの製薬大手であるシャイアー買収は、戦略的にも財務的にも理に適っていると考える。シナジーは合併初年度から実現し、税引き前で少なくとも年間 14 億ドルが予想される。長期的な配当政策を維持する一方で、純負債／EBITDA 倍率 2 倍未満が中期目標であるため、レバレッジ解消が最優先事項になるだろう。合併の戦略的および財務的メリットは過小評価されており、リスク・リターンが魅力的とみている。

売上高が安定的に推移し、コスト削減が達成されれば合併後新会社の試算ベースの EPS は 2019 年 3 月期が 340 円、2020 年 3 月期が 370 円になる可能性がある。

(同社が前言を撤回して買収したために) 株価は暴落した。当初、状況は非常に混乱していると考えていたが、株価は非常に割安だ。

アルファベット (GOOGL)：グーグルの親会社だ。1000 億ドル超の現金を保有する一方で、負債はわずか 40 億ドルと、財務内容は強固だ。ユーザーが 10 億人を超える事業を七つ保有している。株価は 1078 ドルで、2019 年予想 1 株当たりフリーキャッシュフローの 21 倍だ。目標株価を 1300 ドルとしている。アザー・ベッツ (その他の事業) 部門では約 30 億ドルを浪費していると私は考えており、資本配分が改善すれば目標株価達成に役立つだろう。

ダウデュポン (DWDP)：合併で誕生した化学企業だが、企業分割後にはそれぞれが専門分野に特化し、合理化された企業になる予定だ。株価は、貿易戦争や世界経済の減速を織り込み、多くの悪いニュースを反映している。現在の株価は 50 ドル台半ばだが、サム・オブ・ザ・パーツ分析は 70 ドル台前半を示唆している。

新ダウが 4 月に分離される予定で、3 社の中でバリュエーションは最も低くなるだろう。新デュポンとコルテバ・アグリサイエンス (農業関連事業) は 6 月に分離される予定だ。新デュポンは 4 部門からなるがシナジーはなく、早ければ 9 月にも再度分割される可能性がある。状況は複雑だが、ストーリーは市場の方向性とはおおむね無関係だ。



William Priest

William Priest's Picks

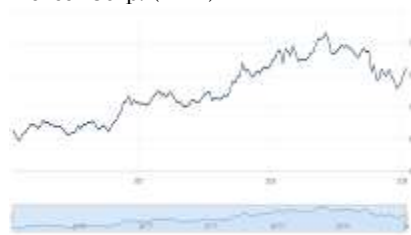
Company / Ticker	Price 1/4/19
Safran / SAF.France	€105.20
Hexcel / HXL	58.22
Linde / LIN	156.63
Takeda Pharmaceutical / 4502.Japan	¥3,715.00
Alphabet / GOOGL	\$1,078.07
DowDuPont / DWDP	54.73

Source: Bloomberg

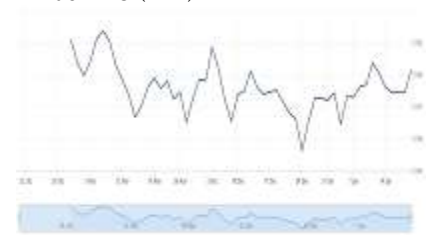
SAFRAN S.A. (FR:SAF)



Hexcel Corp. (HXL)



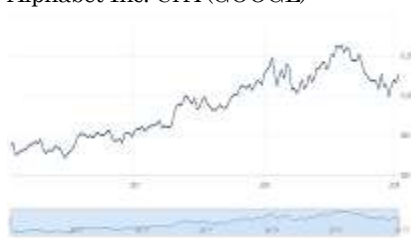
Linde PLC (LIN)



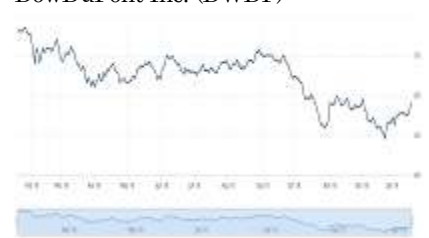
武田薬品工業 (JP:4502)



Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



DowDuPont Inc. (DWDP)



チャートは 3 年 (LIN は 3 カ月、DWDP は 1 年)

■ オスカー・シェーファー氏（リビュレット・キャピタルの会長）

ボール（BLL）、クラウン・ホールディングス（CCK）：前者は飲料・食品用の金属・プラスチック製容器メーカーで後者は金属製包装メーカー。共に、缶入り飲料用の缶を製造している。クラウン・ホールディングスは 2012 年のラウンドテーブルでも推奨した。

推奨理由の第 1 は業界再編で、両者合計のシェアは米国で 67%、欧州で 57%、ブラジルで 84%に達する。第 2 はグローバルゼーションで、大手缶メーカーは顧客に追従して国際化しており、売上高の大半は米国以外だ。第 3 は非常にディフェンシブなことだ。

米国では、伝統的な炭酸飲料消費は減少傾向だが、健康志向の飲料や、コカ・コーラ（KO）やペプシコ（PEP）による小さいサイズの製品の伸びが十二分に相殺している。大手ビール会社の販売数量は減少しているが、クラフトビールや缶入りワインで減少が緩和されている。世界的には缶入り飲料の販売数量は健全に増加している。

ボールは利益の 90%超を飲料缶事業で得ている。2 年半前に買収したレクサムとのシナジー創造の終盤にある。買収後のレバレッジ解消は目標水準を達成し、同社はフリーキャッシュフローの額以上を自社株買いと配当に回して現在の水準を維持する予定。

クラウン・ホールディングスの株価は、保護包装材会社であるシグノード・インダストリアル・グループの昨年 4 月の買収完了以降に 30%超下落した。この買収によりレバレッジは上昇している。シグノードは比較的景気に敏感だが、現金を生み出す力大きい。クラウンは全社の利益の 70%を飲料缶事業に頼っている。フリーキャッシュフロー利回りは 12%で、企業価値（EV）／EBITDA 倍率は 5 年平均を 1.5 倍分下回っており、株価は単純に割安過ぎる。

シールド・エア（SEE）：特殊包装材メーカーである同社の株価も、過去 1 年間で約 30%下落した。2011 年の買収がうまく行かず、経営陣の時間を奪ってきた。現在は中核事業にようやく専念できている。赤身肉の真空シュリンクパックが最大の事業だ。

2018 年初めに就任した新最高経営責任者（CEO）が大胆なコスト削減策を打ち出しており、利益を 30%押し上げ、利益率を 5%ポイント改善する可能性がある。株価は割安で、2019 年予想利益に対する PER は 13 倍であり、EV／EBITDA 倍率は 5 年平均を約 2 倍分下回る。コスト削減がなくても、今後 2 年間で 50%の上値余地の可能性があると考える。

ダラー・ツリー（DLTR）：ディスカウントチェーン大手だ。2015 年に買収したファミリー・ダラーの再建も終わり、負債を返済し、ファミリー・ダラー店舗に投資を始めている。株価はダラー・ツリーの適正価格近辺で、ファミリー・ダラーが評価されていない水準まで低下している。

1 ドルショップのダラー・ツリーは好調で、e コマースとの競争とはおおむね無縁だ。2006 年以降で、店舗数は 2 倍を超え、既存店売上高は年平均 4%増加し、営業利益は約 5 倍になった。成長持続の見通しは明るい。

株価は、2006 年から 2014 年までに年率 28%上昇したが、ファミ



Oscar Schafer

Oscar Schafer's Picks

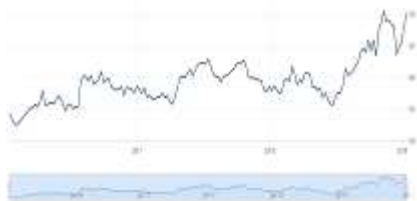
Company/Ticker	1/4/1 Price
Ball/BLL	\$45.5
Crown Holdings/CCK	43.07
Sealed Air/SEE	35.45
Dollar Tree/DLTR	92.89
ANI Pharmaceuticals/ANIP	48.82

Source: Bloomberg

リー・ダラー買収以降は横ばいで、利益増加もバリュエーション低下で相殺された格好だ。予想 PER は 16 倍未満、EV/EBITDA 倍率は 10 倍割れとなっている。

今後の EBITDA は 1 桁半ばの伸びが見込まれ、フリーキャッシュフローを自社株買いに利用できる。2021 年予想利益に 16 倍の PER を適用すると、今後 2 年間の上値余地は 30%とみられる。また、ファミリー・ダラーを売却すれば、ダラー・ツリーの株主にとっては多額の価値の機会を開くことになる。

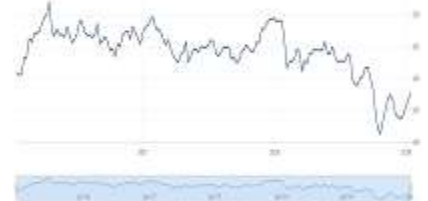
Ball Corp. (BLL)



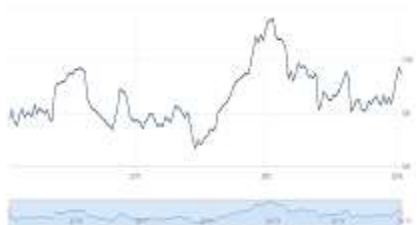
Crown Holdings Inc.(CCK)



Sealed Air Corp. (SEE)



Dollar Tree Inc. (DLTR)



チャートは 3 年

■ メリル・ウィトマー氏 (イーグル・キャピタル・パートナーズのゼネラル・パートナー)

ランクセス (LXS.ドイツ)：特殊化学品メーカーで、難燃剤、潤滑油、顔料、農業用品、そして自動車やフットウェアから電気製品にいたる多くの製品の軽量化に使用されるプラスチックなどを生産しており、多様な市場によってシクリカルな利益が平準化されている。同社は最近合成ゴム事業を売却し、それで得た資金を事業買収、事業投資、自社株買い、債務返済などに充てる計画だ。今後数年で 5 億ドルから 10 億ドルが投入されるとみている。2019 年の EPS は 4.20 ユーロ (4.79 ドル)、1 株当たり税引き後フリーキャッシュフローは 5.70 ユーロになる可能性がある。

農業向け製品事業が上向いた場合には業績は上振れの余地がある。また、同社は難燃剤事業において臭化物を生産するために処理するブラインからリチウムを抽出するプロジェクトに取り組んでおり、これが成功すれば今後数年で EPS がさらに 40~80 ユーロ・セント増加し得る。株価は現在 42 ユーロ、PER は 10 倍だが、株価は今後数年で約 70 ユーロまで上昇する可能性がある。

パッケージング・コープ・オブ・アメリカ (PKG)：段ボールと段ボール箱の垂直統合メーカーだ。ミッドイヤー・ラウンドテーブルでも推奨したが、業界における生産能力拡大の発表を受けて株価は 27%下落して 83.46 ドルとなっており、素晴らしい株を割安で買うチャンスだ。発表されている能力増強は大半が再生段ボールで、パッケージング・コープが生産しているプレミアム製品の代わりにはならない。さらに、高水準のコスト、そしてエンジニアリングおよび建設の人手不足で能力増強は緩慢なものになるとみている。

2018 年の同社の EPS のガイダンスは約 8 ドルだった。1 株当たり税引き後フリーキャッシュフローは 9.50 ドルだったと推定しているが、1 月の能力増強でこれは増加するとみている。同社は潤沢なキャッシュフローを生み出しており、それを全て自社株買いに充てれば 2~3 年で発行済株式は 15%減少する。利益が横ばいであつたとしても、フリーキャッシュフローは 10.80 ドルに増加すると予想され、それに加えて配当利回り 3.5%を上回る配当を受け取ることができる。e コマースが段ボール箱市場の 12~13%を占めており、年率 2 桁台で成長している。主原料の木材の価格も低下している。同社は優れた経営陣と高い市場シェアを有しており、業界動向も良好だ。

オリオン・エンジニアード・カーボンス (OEC) : カーボン・ブラック (炭素主体の微粒子) のメーカーだ。特殊カーボン・ブラックはコーティングやプラスチックなどの多くの製品に使用され、コモディティ品のラバーブラックはタイヤの強化などに使われる。過去 1 年間で同社の財務諸表の報告通貨はユーロからドルに変更され、同社は米国籍企業になる予定だ。そうなれば、さまざまな株価指数に組み入れられるだろう。ラバーブラックの需給バランスはメーカーに有利になっており、同社製品は今月から値上がりする。米国のタイヤ生産の増加によって供給は逼迫 (ひっばく) しており、また今後数年間における工場の環境面でのアップグレードの義務付けによって生産能力は縮小している。

同社の 2018 年の EPS は 2 ドル、1 株当たり税引き後フリーキャッシュフローは約 2.50 ドルとみられる。特殊カーボン・ブラックの価格上昇とビジネスの成長によって 1 株当たりフリーキャッシュフローは 2019 年には約 3 ドル、2020 年には 3.25 ドルに増加すると予想される。配当利回りは 3% で、優れた経営陣を有しており、業界のダイナミクスは良好だ。数年内での目標株価は 40 ドルだ (先週の終値は 27.54 ドル)。

ダート・グループ (DTG.英国) : 質が高く手頃な価格のパッケージ旅行を販売している会社で、昨年も推奨した。株価は 8 ポンド 15 ペンスで、2019 年 3 月期予想 EPS に対する PER は 8.5 倍だ。2017 年 10 月に競争相手だったモナーク航空が清算されたことを受けて、フライト数を増やした。一方で、それが理由で 2018 年 3 月期の下半期は収益過剰となり、2019 年 3 月期下半期の赤字は前年を上回ると予想される。株価が低下すれば、格好の買いの機会となる。

ダート傘下の Jet2 (ジェット 2) は、単なる格安航空会社ではなく、パッケージ旅行会社でもあり、今や市場シェアは 2 位となっている。競争相手のトーマス・クック・グループ (TCG. 英国) が財務上の問題を抱えており、その脆弱 (ぜいじゃく) 性がダート・グループにとって恩恵になる可能性がある。



Meryl Witmer

Meryl Witmer's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/19
Lanxess / LXS.Germany	€ 42.51
Packaging Corp. of America / PKG	\$86.17
Orion Engineered Carbons / OEC	25.78
Dart Group / DTG.UK	815p

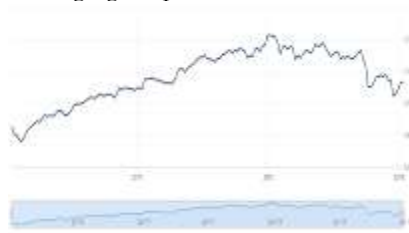
Source: Bloomberg

Lanxess AG (DE:LXS)

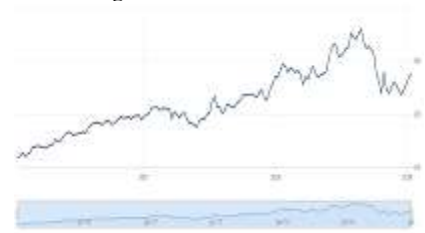


チャートは 3 年

Packaging Corp. of America (PKG)



Orion Engineered Carbons S.A.(OEC)



■ マリオ・ガベリ氏 (ガムコ・インベスターズの会長兼 CEO)

リバティ・ブレイブス・グループ (BATRA) : 同社はリバティ・メディアの傘下であり、野球チームのアトランタ・ブレイブスと、同球団の球場や周辺不動産などの関連資産を保有している。株価は 25 ドルで、野球チームを保有する安価な方法だ。業界では二つの大きな進展があった。一つは、最高裁が昨年、スポーツ賭博を禁じていた「プロフェッショナル&アマチュア・スポーツ保護法」を事実上無効にしたことだ。これは、プロ・スポーツにとっては画期的なことだ。もう一つは、ナショナル・フットボールリーグが最近、同

一市場におけるチーム・オーナーによる他のプロ・チームの買収を認める決定を下したことだ。リバティ・ブレーブスによるアトランタ・ファルコンズの買収、またはその逆の可能性がある。今後数年で株価は 50% 上昇すると予想している。

21 世紀フォックス (FOX) : ウォルト・ディズニー (DIS) が 21 世紀フォックス (FOX) を買収した後でスピノフされる新たなフォックスのクラス B 株式を推奨する。21 世紀フォックスは現在 48 ドルで取引されており、買収が成立した際には株主は 1 株当たり 38 ドルの現金か、ディズニーの株式を受け取ることができる。従って、新たなフォックスは 1 株当たり 10 ドルとなる。新たなフォックスには、フォックスのテレビネットワーク、テレビ局、フォックス・ニュース、フォックス・ビジネスが含まれる。2020 年の大統領選挙は放送局にとって膨大な広告収入になるだろう。新たなフォックスは 2 年以内に 18~20 ドルになるとみている。フォックスは今後 4~5 年で巨額のキャッシュを生み出すことになるかと予想している。

ハーク・ホールディングス (HRI) : 2 年半前にハーツ・グローバル・ホールディングス (HTZ) から 33 ドルでスピノアウトされた機械・機器レンタル会社だ。70 ドルまで上昇したが、先月は 24 ドルまで下落し、今は約 30 ドルだ。米国の機械・機器レンタルは 550 億ドル規模の産業であり年 6% で成長している。同社は資本設備のレンタルに重点をシフトしており、金額ベースでの稼働率とインフラ市場へのエクスポージャーが上昇している。業界は高度に細分化されており、買収・統合が増加している。インフラ支出も増加すると予想され、同社の株価は 2 倍になるとみている。



Mario Gabelli

MGM リゾーツ・インターナショナル (MGM) : カジノ運営会社で、株価は 25 ドルだ。マカオの事業資産は 1 株当たり約 6 ドル、MGM プロパティーズの不動産資産は 9 ドルの価値があると推定され、従ってその他の事業は 10 ドルということになる。同社はニューヨークのヨンカーズ・レースウェイとクリーブランドのハードロック・ロックシノの買収に動いているが、これはニューヨーク州とオハイオ州でのオンライン・スポーツ・ベッティングの解禁を見込んでいることだ。同社はメジャーリーグベースボール、ナショナルホッケーリーグ、ナショナルバスケットボール・アソシエーションとも提携契約を締結し、販売権とデータへのアクセスを獲得している。また、米国でのスポーツ・ベッティングとインタラクティブ・ゲーミング・プラットフォームを構築するために英国の GVC と合併会社を設立している。ここで MGM にとって重要なのは、スポーツに賭けることではなく、スポーツ・ベッティングの視聴者の生み出す広告収入だ。

ナビスター・インターナショナル (NAV) : トラック・メーカーで株価は 27 ドルだ。発行済株式は 9890 万株で、カール・アイカーン氏が 1670 万株、マーク・ラチェスキー氏が 1620 万株、フォルクスワーゲン (VOW3. ドイツ) が 1660 万株を保有している。フォルクスワーゲンは米国の商用トラックでの事業基盤がないためナビスターの保有を望んでいる。フォルクスワーゲンはスピノフ予定のトラトン・グループを通じて欧州の 16 トン・トラック市場で 30% のシェアを有しており、われわれはトラトンが 18 カ月以内にナビスターを買収すると予想している。価格はカール・アイカーン氏と取締役会次第だ。

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/19
Liberty Braves Group / BATRA	\$24.90
Twenty-First Century Fox / FOX	47.78
Herc Holdings / HRI	29.48
MGM International / MGM	25.77
Navistar International / NAV	27.16
Griffon / GFF	11.30
Energizer Holdings / ENR	46.53

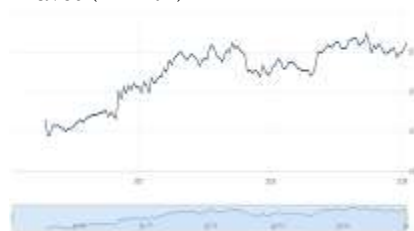
Showing 1 to 7 of 7 entries

Source: Bloomberg

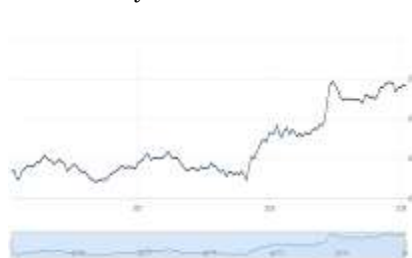
グリフォン (GFF) : 住宅・建築関連製品のメーカーで、株価は 11.30 ドルだ。2019 年 9 月期の売上高は約 21 億ドル (前年度 19 億 8000 万ドル)、来期は 23 億ドルと予想される。住宅市場は横ばい傾向だが、同社は世界で買収を行っている。純負債が 10 億ドルあるが、今後数年で EBITDA は 8 億ドルに達する可能性があり、負債も 3 億ドル程度圧縮できるだろう。事業の性質の変化に関して誤解があり、また課税回避目的の売りに関する懸念で年末に株価が下落したが、株価は割安であり、今後 2~3 年で 2 倍になる可能性がある。

エナジエーター・ホールディングス (ENR) : 電池などのコンシューマー向け製品メーカーで、スペクトラム・ブランド (SPB) のバッテリーおよび懐中電灯事業を 20 億ドルで買収した。これには補聴器用バッテリー事業が急激に成長しているレイオバック・ブランドも含まれる。エナジエーターの EBITDA は大幅な成長が予想され、今後 3 年で 7 億ドルに近付き得る。負債は 30 億ドルだが急速に減少すると予想される。株価は 47 ドルだが、最終的には予想 EPS3.95 ドルの 18 倍の約 67 ドルになる可能性がある。

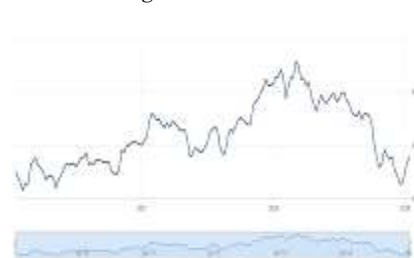
Liberty Media Corp. Series A Liberty
Braves (BATRA)



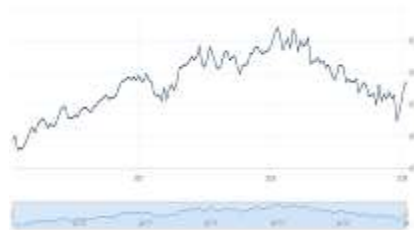
21st Century Fox Inc. Cl B (FOX)



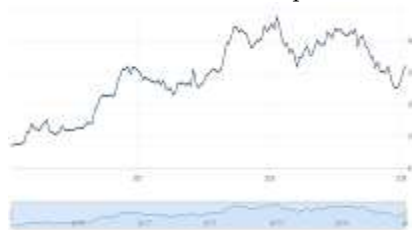
Herc Holdings Inc. (HRI)



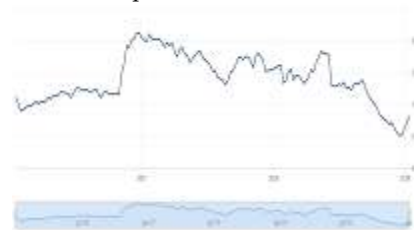
MGM Resorts International (MGM)



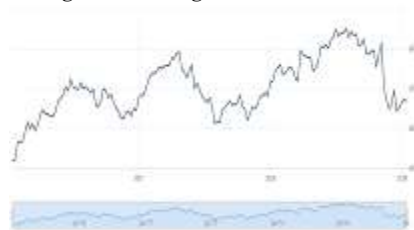
Navistar International Corp. (NAV)



Griffon Corp. (GFF)



Energizer Holdings Inc. (ENR)



チャートは 3 年

■ アビー・コーエン氏 (ゴールドマン・サックス証券のシニア投資ストラテジスト)

ニュー・オリエンタル・エデュケーション・アンド・テクノロジー・グループ (新東方教育科技、EDU) : 中国の学習塾会社だ。中国では中産階級が増加しており、この階層の最優先事項の一つが教育だ。同社は、高校での成績向上と大学の入試合格、そして外国語のスキル向上のサポートに重点を置いている。中国では営利教育の質に問題があり、政府が規制強化を発表したことから、昨年同社およびこのセクターの株価は下落した。

学習塾は今まで富裕層の優秀な学生に重点を置いていたが、政府の新たな政策目標は非富裕層の優秀ではない学生への教育の提供であり、これは同社には有利だとみられる。株価は 56.57 ドルで、2019 年度予想利益ベースで PER は 23 倍、2020 年度ベースでは 18 倍だ。売上高は 20% 台中盤で伸びている。一つのリスクは、同社のコースの多くが米国や他の英語圏での勉強の準備のための外国語ベースのものである点だ。米国では中国人の学生ビザ申請の承認件数が減少している。ただし、中国人学生はまだ来ているし、オーストラ

リア、カナダ、その他の英語圏に行く学生もいる。

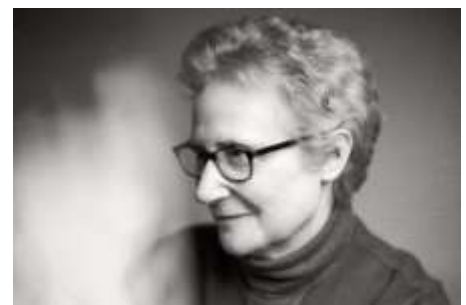
ノースロップ・グラマン (NOC) : 新たな国防予算の規模と詳細に関する懸念で、国防関連銘柄の株価は軟調だ。政府機関の閉鎖で全てが止まっているが、ノースロップの多くの製品に関しては超党派の支持がある。サイバー関連ソリューション、宇宙、指揮統制システムなどの同社の製品やサービスの多くは引き続き好調を維持すると予想される。米国防総省は新たな地上配備型の戦略的抑止システムの提案を求めているが、ゴールドマン・サックスのアナリストはノースロップが契約を獲得する可能性が高いとみている。これは 2025 年まで利益を押し上げる可能性がある。ゴールドマン・サックスの EPS 予想は、2018 年が 19.10 ドル、2019 年が 22.08 ドル、2020 年が 25.63 ドルだ。これらの数字に基づくと、PER は 2019 年予想が 11 倍、2020 年予想は 9.7 倍になる。ゴールドマン・サックスでは今年の売上高が 18%増加すると予想している。

リクルート・ホールディングス (6098) : 同社は売上高およびトラフィックの両面で世界最大の人材テクノロジー会社であるインディードや、求人サイトのグラスドアを運営している。買収を通じても拡大しており、ゴールドマン・サックスのアナリストは同社が買収したテクノロジーとコンテンツを上手く統合しているとみている。また、同社は事業地域の面でも大幅に拡大している。巨額の設備投資にもかかわらずコストの抑制に成功しており、売上高も急激に伸びている。2019 年 3 月期の利益は 27%増、来年度は 40%増と予想される。税引き前利益率も 2019 年度の 11%から 2020 年度は 13%、そしてその翌年度は 15%を上回ると予想される。配当利回りは 1%から今年は 1.5%に引き上げられるとみられる。株価は過去 12 カ月で 12%下落している。

タペストリー (TPR) : コーチやケイト・スペード (ハンドバッグ)、スチュアート・ワイツマン (靴) などの親会社。株価は昨年 27%下落しており、バリュエーションは魅力的だ。しかし、バリュエーションだけではなく、ゴールドマン・サックスでは同社のサプライチェーン管理が改善されており、またブランド間でのシナジーが実現されつつあるとみている。配当利回りは 4%だ。買収のための資金も有している。2020 年 6 月期の EPS は 3.32 ドルと予想している (コンセンサスは 3.10 ドル)。2019 年予想 PER は 12.2 倍、2020 年予想 PER は 10.3 倍だ。同社ブランドはマスマーケット向けではないが、「アクセシブルラグジュアリー (手の届く高級品)」と考えられており、中間所得層が購入を検討するとみられる。中国とアジアでの売り上げは年末に向けて落ち着いてきており、米国消費者の可処分所得は増えている。

i シェアーズ・グローバル・クリーン・エナジー (ICLN) : ETF であり、ゴールドマン・サックスでは ETF はカバーしていないため、これは単なる一例として挙げている。クリーン・エネルギー技術は悲惨な将来の回避に寄与するものだ。気候変動に関する科学的事実の疑義を唱えるのは敗者の立場である。原油価格が下落する中で代替エネルギーの合理性を問う投資家もいるが、原油価格はいずれ上昇する。同 ETF には、代替エネルギーを生産している公益企業、そしてテクノロジー企業が含まれている。

ESG (環境・社会・ガバナンス) 投資に関しては高いリターンが得られていないとして否定的な人も多いが、これらの見方は誤っていると考えている。カテゴリー全体がミスマッチングされて



Abby Cohen

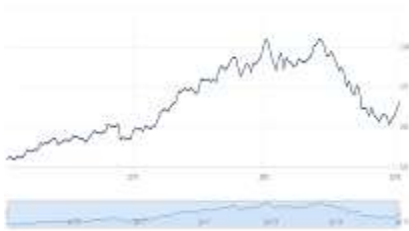
Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/19
Oriental Education & Technology Group / EDU	\$56.57
Northrup Grumman / NOC	247.90
Recruit Holdings / 6098.Japan	¥2,581.00
Tapestry / TPR	\$34.27
iShares Global Clean Energy / ICLN	8.50

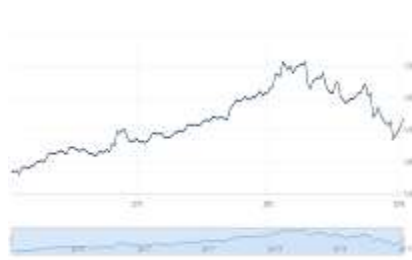
Source: Bloomberg

いるからだ。誰も注目しなければミスプライシングは続くが、公的年金を含む多くの投資家が ESG 関連の問題に注意する中でその状況は変化している。また、ESG に関する分析は業種別に行う必要がある。サービス集約型企業と、鉱工業の企業を比較するのは公平ではない。ゴールドマン・サックスの調査では、業種別に分析すると、同一業種の中では「クリーン」な企業が同業他社に比較して PER が高く、負債コストが低い傾向にあることが示されている。この調査は数年前のものだが、ESG を重視する投資家が増加する中で、データはさらに説得力のあるものになるとみられる。

New Oriental Education & Technology Group Inc. ADR (EDU)



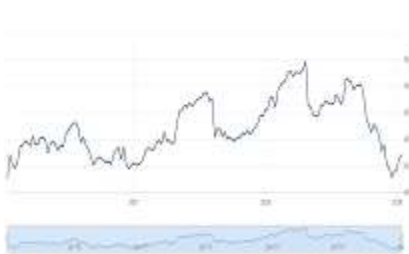
Northrop Grumman Corp. (NOC)



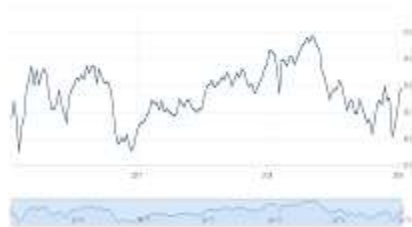
リクルート・ホールディングス (JP:6098)



Tapestry Inc. (TPR)



iShares Global Clean Energy ETF (ICLN)



チャートは 3 年

■ スコット・ブラック氏 (デルファイ・マネジメントの創設者および社長)

持続可能な収益力を持ち、自己資本利益率 (ROE) が高く、フリーキャッシュフローが豊富で、バリュエーションが低い銘柄を選好する。近年バリュエーション投資は不振で、2007 年以降は大型株とグロース銘柄が中小型株やバリュエーション株をアウトパフォームしてきた。伝説的バリュエーション投資家のベンジャミン・グレアム氏がかつて述べたように、基本的に忠実であればバリュエーションはやがて必ず表に出て来る。景気が悪化しても健闘が期待される 5 銘柄を紹介する。

U.S.バンコプ (USB) : 大銀行の中でおそらく最も素晴らしい経営がなされている銀行だ。2018 年第 3 四半期の ROE は 15.2% で、大手銀行の中で唯一 15% を超えている。純金利マージンは過去 5~6 四半期は安定的に 3.15%。大半の銀行は収益源として融資を頼りにしているが、U.S.バンコプの収入の 42% は金利以外の収入となっている。商業不動産、住宅ローン、クレジットカード、リテール銀行業務の 4 部門で事業展開している。2014 年以降の利益の年平均成長率 (CAGR) は 7.5%。預貸比率は 85% で、資金調達なしでもバランスシートは健全だ。保有する有価証券は質が高く、満期まで保有予定の米国債や政府機関債が 460 億ドルあり、金利が上昇すれば恩恵を受けられる。

株価は 46.83 ドル、発行済株数 (希薄化後ベース) は 16 億 2000 万株で時価総額は約 759 億ドル、配当は 1.48 ドル、配当利回りは約 3.2%。

アッヴィ (ABBV) : バイオ医薬品大手。同社の関節リウマチ薬のヒュミラはテレビで盛んに宣伝されており、年間 200 億ドルを売り上げ、全社年間売上高の 62% に相当する。配当利回りは 4.8%。ヒュミラを盛んに広告するのは、年間約 6 万 3500 ドルもかかる非常に高価な医薬品のため、需要を創出しようとしているからだ。他のバイオ医薬品会社も参入すると投資家から見られており、そのため株価は非常に割安だ。なお、ヒュミラの保険適用は部分的である。

アッヴィの 2018 年の売上高は前年比 16% 伸び、EPS は 7.95 ドルと推定される。2019 年の増収率は 3% にとどまると予想するものの、増益率は 10% で EPS は 8.75 ドルになるとわれわれは予想している。2015 年に発表された戦略計画によると、2020 年までの年率成長率目標は 10% で、20 以上の新品を発売し、利益率を 50% に近づけるといふ。現時点の利益率は約 40%。新薬は買収ではなく、社内の研究開発によるもので、多くの製薬会社を買収による成長を目指す中、アッヴィは内部開発に傾注している。

株価は 89.07 ドル、時価総額は約 1340 億ドル、配当は 4.28 ドル、配当利回りは 4.8%。2018 年 9 月までの 9 カ月間のフリーキャッシュフローは 95 億ドル、純利益は 75 億ドル。承認済み自社株買い枠は 65 億ドル。

ウォルト・ディズニー (DIS)：株価は 109.61 ドル、時価総額は約 1640 億ドル、配当は 1.76 ドル、配当利回りは 1.6%。ROE は 28% と高い。2018 年度のフリーキャッシュフローは 98 億ドル、純利益は 130 億ドル。昨年は数年ぶりに、メディア事業よりもテーマパークやスタジオ事業の業績の方が良かった。従来型メディア企業は契約者数の減少に苦しんでおり、ESPN とディズニー・チャンネルはそれぞれ 200 万件以上契約者数が減少したが、依然として ESPN は約 8600 万、ディズニー・チャンネルは約 8900 万の契約者数を誇る。最近では ESPN+ のストリーミングサービスを開始し、100 万件以上の契約を獲得した。

ディズニーのコンテンツは素晴らしく、2018 年 9 月期の映画事業の売上高は約 100 億ドルだった。ディズニーは年間 10~11 本しか映画を作らないが、シリーズ作も多く、クロスライセンスで玩具やテーマパークのアトラクションとしても使用され、人々の財布を開けるコツを知っているようだ。このような事業は動画配信大手のネットフリックス (NFLX) には真似できない。20 世紀フォックスの資産買収後の純負債／自己資本比率は約 58% となる予定で、負債が増えるが、過剰というほどではない。過去 4 年間の年平均増益率は 13.1% だが、株価は 119 ドルから下落した。

ロッキード・マーチン (LMT)：軍事用航空機・宇宙関連機器の大手メーカー。F35 戦闘機は大幅に増産されており、昨年は 91 機を納品し、今年は 130 機以上を生産する見込みだ。

株価は 265.04 ドル、時価総額は約 758 億ドル、EPS は 17.55 ドル。2018 年の増収率は 5~6% とガイダンスされた。営業利益率は約 10.7%。2018 年の EPS は 19.65 ドルとわれわれは予想しており、予想 PER は 13.5 倍となる。2018 年 9 月までの 9 カ月間のフリーキャッシュフローは 40 億 4000 万ドル、純利益は 38 億ドル。過去 4 年間の EPS の CAGR は 11.4%。

四つの主要部門がある。航空部門に属するのは F35 やその他再始動した F16 や貨物輸送機などで、会社全体の売上高の約 39% を占め、営業利益率は約 10.7%。ミサイル・火器管制部門の寄与率は約 15% で、営業利益率は 14.5%。ロータリー&ミッションシステム部門は、2015 年に買収されたシコルスキー・ヘリコプター事業に付けられた名前でも、買収以降に利益率は大幅に上昇した。売上高への寄与率は 27%、営業利益率は 9.5%。最後の部門は宇宙部門で、主に政府の資金が投入されている。売上高への寄与率は 19% で、営業利益率は 11.4%。

ヘラクレス・キャピタル (HTGC)：パロアルトを本拠とする事業



Scott Black

Scott Black's Picks

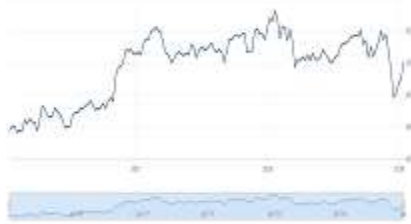
Company / Ticker	Price 1/4/19
U.S. Bancorp / USB	\$46.83
AbbVie / ABBV	89.07
Disney / DIS	109.61
Lockheed Martin / LMT	265.04
Hercules Capital / HTGC	11.68
	Yield 1/4/19
6-Month Treasury Bill	2.51%
1-Year Treasury Note	2.59

Source: Bloomberg

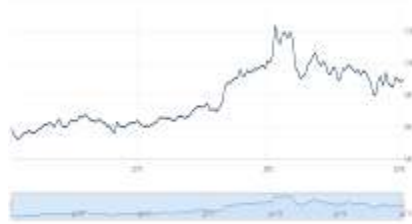
開発会社で、ベンチャーキャピタルを提供する。配当はキャッシュフローでカバーされており、借入金からではない。株価は 11.68 ドル、時価総額は 11 億 3000 万ドル、配当は 1.24 ドル、配当利回りは 10.6%。今年の EPS は 1.37 ドルとわれわれは予想している。PER は約 8.5 倍。第 3 四半期末の 1 株当たり純資産は 10.38 ドル、株価純資産倍率 (PBR) は 1.12 倍で、この数年来最も割安となっている。2500 万ドルの自社株買いが承認されたばかりだ。ROE は 12.7% で、今後 15% に引き上げる計画がある。貸倒比率はわずか 0.04% だ。フェイスブック (FB)、ピンタレスト、ボックス (BOX) やフューズなどの資金調達も助けたことがある。金利が 25 ベーシスポイント (bp) 上昇すると、EPS が 0.04 ドル増加する。

上述以外に、6 カ月物国債 (利回り 2.51%) や 1 年物国債を保有している。いずれも流動性を確保し、元本を守ることに役立つ。

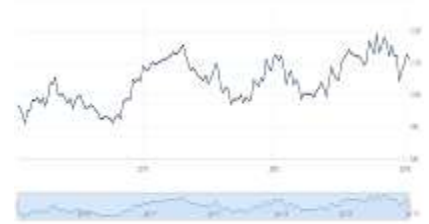
U.S. Bancorp (USB)



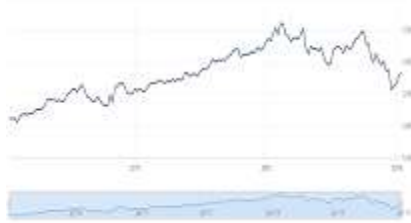
AbbVie Inc. (ABBV)



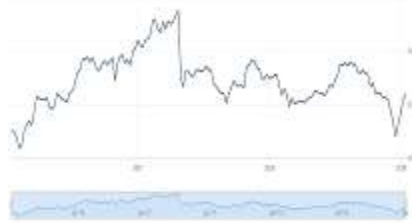
Walt Disney Co. (DIS)



Lockheed Martin Corp. (LMT)



Hercules Capital Inc. (HTGC)



チャートは 3 年

■ ルパール・バンサリ氏 (アリエル・インベストメンツの CIO)

私は逆張り派で、内在価値に基づく投資を行っている。流行を追うのではなくポートフォリオのパフォーマンスを重視し、良質な投資対象を格安の時に買い入れる。もともと低劣なものを在庫一掃セールで買ったりはしない。私が選別した銘柄は、上昇余地があるだけでなく、下振れ余地も限定的であることを望んでいる。成長は必要だが、収入も必要だ。このような基準に合致した銘柄を紹介する。

チャイナ・モバイル (中国移动通信、CHL)：中国に対してはネガティブなスタンスだが、トップピックはチャイナ・モバイルとしている。大半の通信会社は携帯電話サービスが売上高の大きな部分を占めるが、米国外の通信会社はブロードバンド接続、インターネット、Wi-Fi も収益のけん引要素となっている。契約者数にかかわらず多大な初期投資が必要なため、通信会社にとっては規模が重要だ。そのため参入障壁は非常に高い。チャイナ・モバイルの加入者数は約 9 億件で、これは米国のベライゾン・コミュニケーションズ (VZ)、T モバイル US (TMUS)、スプリント (S) の加入者合計の 2 倍以上もある。

今や通信は生活必需品となっており、消費者にとってはシャンプーよりもスマートフォンやブロードバンドや Wi-Fi の優先順位が高い。中国の携帯電話サービス料金はわずか月 10 ドル程度のため、まだまだチャイナ・モバイルの増収余地は大きい。中国のネットワークの質やインフラは先進国より遅れているため、データ使用の増加もこれからだ。携帯料金引き下げが話題となるため誤解されているが、チャイナ・モバイルの市場シェアは 67% に達しており、低料金でもかなりの収入を得ることができる。業界第 2 位と第 3 位の合計でシェアが約 3 分の 1 のため、料金が安いと事業を継続していけない。従って、政府が料金引き下げを強行した場合、結局チャイナ・モバイルの独占化を推進するようなものだ。もし引き下げない場合も、料金は上昇して好都合となるため、どちらに転んでも得をするのはチャイナ・モバイルだ。ネットキャッシュは時価総額の 30% 以上に相当する 600 億ドル以上もある。世界中で最も割安な銘柄の一つだ。

チャイナ・モバイルは 4G ネットワークへの多大な投資を行い、今はその投資からの収穫を最大化しようとしている。中国ではまだ大半の人は 4G 端末を持っていない。4G から 5G に移行するまでの間は設備投資のいわば「休暇」期間となる。また、5G ネットワーク構築の際は、先行者の優位性を得られるだろう。4G への多大な設備投資にもかかわらず、フリーキャッシュフローが潤沢なため、光ファイバー網構築にも数十億ドル規模で投資した。中国では地上電話やブロードバンドがあまり発達していないため、光ファイバーによるインターネット接続契約や売上高の伸びは株価には織り込まれておらず、いわば無料のおまけとして付いてくる。実際、光ファイバーへの投資は巨額だったため、固定回線のブロードバンドプロバイダーとしても古参の中国電信（CHA）を追い抜き中国第 1 位となり、加入者数は 1 億 5100 万件、市場シェアは 41%。

基調的な増益が継続する一方、バリュエーションは低下している。投資家は、中国最大の SNS のウィーチャット（微信）を運営するテンセント・ホールディングス（0700.香港）や中国の電子商取引大手アリババ・グループ・ホールディング（阿里巴巴集团、BABA）のような急成長を好んでいる。十分立派な会社でも、同等の成長率がなければ放って置かれているため、私のようなバリュー投資家には好機となっている。配当利回りは 4% もあり、魅力的なバリュー銘柄だ。

ミシュラン (ML.フランス) : 投資先としてあまり考慮されない国のタイヤメーカーで、タイヤをハイテク部品と考える人もほとんどない。しかし、タイヤは製造が非常に難しいものだ。にせのルイ・ヴィトンのバッグは簡単に買えるが、にせのミシュランのタイヤなど買えない。投資家は自動車販売台数の頭打ちあるいは急減を懸念しているが、タイヤは消耗品だ。需要は走行距離次第で、新車販売台数に比例するものではない。現実使用される自動車が増えると、交換すべきタイヤの数も増える。しかも、スポーツ用多目的車（SUV）や高級車への志向は強まっており、タイヤの外径も大型化する。18 インチ以上の大型タイヤの利益率は通常のタイヤよりも高い。

大型の特殊タイヤを大量に低コストで生産できる会社は極少数だ。参入障壁も高い。PER はわずか 9 倍で、配当利回りは 4% だ。バランスシートも堅牢で、年金基金にも、積立不足のまま放置することもなく毎年拠出している。フランス人従業員は高齢化しつつあり、人件費の高いフランスから東欧などのコストの低い国に生産拠点を移動させる機会がある。中国との競争は 16 インチのタイヤの分野であり、中国メーカーは 18 インチ以上の大型タイヤは作れない。

ギリアド・サイエンシズ (GILD) : バイオ医薬品会社に関して投資家は薬価を懸念している。しかし、使用量が爆発的に増えた場合、価格の悪影響は十分に埋め合わせることができる。特に、C 型肝炎ではそう言える。ヘルスケアセクターが疎まれているため、ギリアドの PER はわずか 10 倍、予想 PER は 9 倍だ。豊富なフリーキャッシュフローを創出しており、配当利回りは 3.3% で、自社株買いや買収の余力がある。1990 年代には医薬品のパイプラインに高い価格を付けていたものだが、最近ではパイプライン相当部分が評価されていない。上昇余地については具体的に述べないが、優良企業は複利的に上昇していくため、時と共に上昇余地も増えていく一方、下落余地は限定的だ。パイプラインには非ア



Rupal Bhansali

Rupal J. Bhansali's Picks

Company / Ticker	Price 1/4/1
China Mobile / CHL	\$49.23
Michelin / ML.France	€87.36
Gilead Sciences / GILD	\$68.25
Roche Holding / ROG.Switzerland	CHF251.00
Telefonika Deutschland Holding / 02D.Germany	€3.37

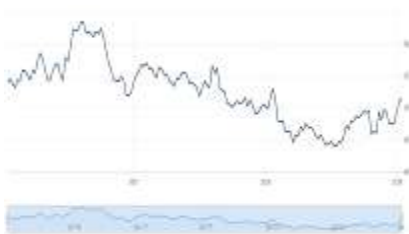
Source: Bloomberg

アルコール性脂肪肝炎（NASH）の治療薬も含まれ、数十億ドル規模の事業となる可能性がある。株価は現在の 68 ドルから 100 ドルへの上昇もあり得ると思う。

ロシュ・ホールディング（ROG.スイス）：スイスの大手製薬会社で、世界で最も急増中の疾患であるがんの最高の治療薬のメーカーだ。同社の多くの医薬品の営業利益率は 35～50%と、シリコンバレーのハイテク企業の大半より高い。がん治療は依然としてニッチで、血圧やコレステロール関連のような大衆薬にはなっていない。がん治療で、効能が良く、副作用が少ない医薬品であれば聖杯のようなものだ。バイオベンチャー企業のジェネンテックも完全子会社化した。将来を見据えた科学志向の企業だ。PER は 13 倍で、スイスフランでの配当利回りは 3.5%。

テレフォニカ・ドイツ・ホールディング（O2D.ドイツ）：ドイツ第 3 位の携帯電話サービス会社で、非常に嫌われているため配当利回りは 8%もある。業界再編の中、約束した合併シナジーを達成できず、ネットワーク更新に予想以上に時間を要した。ちょうど転換点に達したところに見捨てられた銘柄となっている。負債額は多いが、キャッシュ創出力はあり、財務制限条項を守りつつ配当も実施できると考えられる。「通信は今や生活必需品」に基づく投資機会の別例となっている。

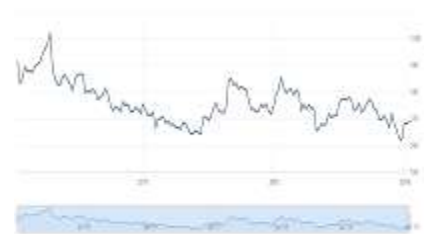
China Mobile Ltd. ADR (CHL)



Compagnie Generale des Etablissements Michelin (FR:ML)



Gilead Sciences Inc. (GILD)



Roche Holding AG (CH:ROG)



Telefonica Deutschland AG (DE:O2D)



チャートは 3 年

■ トッド・アールステン氏（パルナッソス・インベストメンツの CIO）

私はパルナッソス・インベストメンツで 24 年間働いている。パルナッソス・コア・エクイティ・ファンド（PRBLX）の共同マネジャー、ベン・アレンと私は、参入障壁が高く、耐久力が強く、価格決定力を持ち、さまざまな経済環境下でも繁栄できる企業を探している。さらに、経済における重要性が高まり、複雑な問題の解決能力により価値が高まるような企業も選好する。経営陣はベテランで、個人的に関与している方が望ましい。ガバナンスも重要だ。このような企業を割安な時に買い入れたい。われわれは ESG 投資家でもある。ダイバーシティや環境を大切に、働きやすい素晴らしい企業市民を求めている。最初の 2 銘柄は電子設計自動化（EDA）に関連している。

ケイデンス・デザイン・システムズ（CDNS）およびシノプシス（SNPS）：この 2 社は既存顧客への売上高が増加しているだけでなく、新規顧客も獲得している。EDA ツールは、半導体セクターの研究開発費の約 10%を占める。今後ツールの数も増え、参入障壁はますます高くなっていくだろう。半導体の設計はより複雑に難しくなっており、EDA ツールを提供できる企業はごく少数だ。さらに両社の経営陣は優れている。

ケイデンスの増収率は 8%、増益率は少なくとも 10%と予想している。営業利益率は 29%以上で、30%台になる可能性がある。われわれの投資期間は当初 3 年で、3 年後の目標株価は 2021 年予想 PER25 倍に基づ

く 61 ドル（現在は 40 ドル台前半）。シノプシスの増収率は 1 桁後半とわれわれは予想しており、営業利益率も今年の 22% から 2021 年 10 月期末には 26% に上昇するとみている。現在株価は 80 ドル台半ばだが、3 年後の目標株価は予想 PER22 倍に基づき 125 ドルとしている。両社ともにほとんど負債がない。

半導体の世界では、次世代の設計ができなければ死ぬしかない。業界の研究開発費が経費削減の犠牲になることはほとんどない。EDA の業界は 25 年間で再編が進み、今や 3 社しかない。生き残った企業は半導体やシステム全般のエネルギー効率を高めており、それだけで既に ESG のテーマに沿っている。フェイスブックやマイクロソフト（MSFT）、グーグルの設備投資は天井を知らないという話を聞く。EDA 企業は半導体の使用効率を高めるだろう。

サーナー（CERN）：医療情報サービス会社で、患者の電子カルテ（EMR）の発展に寄与している。医療保険制度改革（オバマケア）が追い風となり、株価は 2010 年から 2015 年にかけて 20 ドルから 75 ドルに上昇した。引き続き成長の機会があるとわれわれはみている。今後 3 年のサーナーの毎年の増収率は 7~8%、増益率は 11% とわれわれは予想している。利益率は毎年 30bp から 45bp 上昇する可能性がある。過去数年で営業利益率は 19% から 24% に上昇した経緯がある。復員軍人援護局との契約では先行投資が必要で、これまでは売上高が計上されていなかったが、今後 10 年間は売上高に寄与する見込みだ。EMR 業界は複占で、もう 1 社はエピック（EPOR）だが、この業界の構造が気に入っている。サーナーのバランスシートは完璧で、3 億ドルのネットキャッシュとなっている。

リンデ：以前はブラクスエアと呼ばれていた化学工業会社が同業のリンデと 2018 年 10 月に経営統合されて成立したグローバル企業だ。産業用ガス業界の寡占構造が気に入っている。産業用ガス企業は、製造工程での排気を減らし、気候変動問題に取り組んでいる。リンデは太陽光発電パネル用の薄膜も製造している部門があり、いろいろな点で ESG 投資のテーマに合致している。合併により合計の売上高は約 300 億ドル、営業利益率は 27.5% になったが、今後 3~4 年で利益率は 32.5% 程度に上昇する可能性がある。現在株価は 156 ドルだが、2022 年予想 EV/EBITDA 倍率 11 倍程度に基づく目標株価は 202 ドルとなる。リンデの顧客の市場にとって景気後退がリスクとなるが、われわれは景気後退が迫っているとはみていない。いずれにしても、リンデの事業は需要が非常に安定的に確保されているため、景気後退局面でも耐久力がある。長期のテイク・オア・ペイ契約に基づく販売で、リンデ側に価格決定力がある。

ウォルト・ディズニー：ブラック氏から既に説明があったように、世界最高のコンテンツを持っている。ケーブル TV の加入者数減少やネットフリックスによる破壊的変革への懸念から、過小評価されている。このような問題がなければ、これほど素晴らしい会社を PER15 倍で買えることはない。2022 年の EPS は 8 ドル、PER20 倍として、株価は 160 ドルになる可能性がある。その頃にはロバート・アイガー CEO によるストーリーミングへの投資が実を結び、参入障壁は一層高まっていることだろう。ディズニーは慈善にも熱意のある優良な企業市民だ。



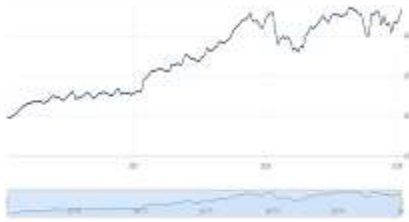
Todd Ahlsten

Todd Ahlsten's Picks

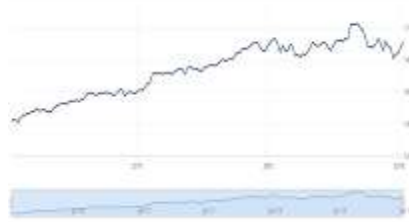
Company/Ticker	1/4/19 Price
Cadence Design Systems/CDNS	\$43.26
Synopsys/SNPS	83.90
Cerner/CERN	52.23
Linde/LIN	156.63
Walt Disney/DIS	109.61

Source: Bloomberg

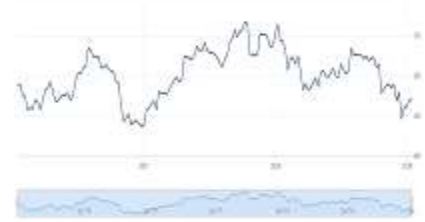
Cadence Design Systems Inc. (CDNS)



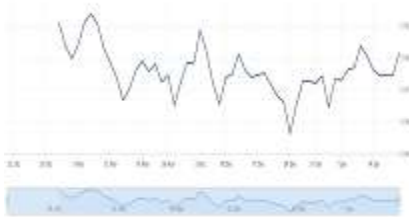
Synopsys Inc. (SNPS)



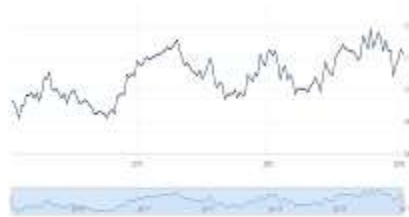
Cerner Corp. (CERN)



Linde PLC (LIN)



Walt Disney Co. (DIS)



チャートは3年 (LIN は3 ヶ月)

By LAUREN R. RUBLIN
(Source: Dow Jones)

2. Why Gold Mining Stocks Are an Unalloyed Bargain 金鉱株が買い得な理由 【金鉱株】 合理化と金価格上昇の環境が整い、低迷の続く業界に好転の兆し

■ 二大金採掘会社の誕生

金鉱セクターでは最近、二つの大規模合併が成立した。この7年にわたり最低レベルの株価パフォーマンスに甘んじてきた同セクターにとって、この動きは希望の光だ。

ニューモント・マイニング (NEM) は先週、ゴールドコープ (GG) を総額 100 億ドルで買収することで合意した。その前にはバリック・ゴールド (GOLD) がランドゴールド・リソーシズを 230 億ドルで買収している。



A copper and gold mine operated by Newmont

この結果、世界に二大金採掘会社が生まれ、規模と財務の健全性を高めることになる。「バリック株とニューモント株は、金価格の上昇に備えたい一般投資家にふさわしい商品だ」。JP モルガンのアナリストであるジョン・ブリッジズ氏は、こう語る。「両社は合併で安定性と利益の質を高め、投資家の期待に応えられるようになる」。

しかし、投資家は依然として懐疑的なようだ。全額株式交換によるゴールドコープの買収が発表された先週、ニューモントの株価は 9% 下落し、一時は約 31 ドルと 52 週最安値である 29 ドルに近い水準まで落ち込んだ。懸念されているのは事業と財務の両面で問題のあったゴールドコープの資産の質だ。

それでも、ニューモントもバリックも魅力的に見える。いずれもバリュエーションは過去に比べて低水準で、業界の好ましい変化や金市場好転の兆しを反映していない。

加えて、バリックはランドゴールドの最高経営責任者 (CEO) だったマーク・ブリストーブリストー氏という、経営面で遅れている業界には珍しいスターを新 CEO に据えた。南アフリカ出身で地質学の博士号を持つ同氏は、大胆な経営判断で知られる。20 年以上にわたるランドゴールドでの在任期間中に、株価を 100 倍にした。

■ 利上げ中止観測も追い風

バリックの株価は今年に入って 12% 下落し、18 日の終値は 11.79 ドル。今年の予想株価収益率 (PER) は 26 倍で、配当利回りは 1.3% だ。業界首位に長年君臨し、セクターで唯一 S&P500 指数に採用されているニューモントの今年の予想 PER も 26 倍。配当利回りは 1.8% で、業界大手で最も高い。

いずれも現在の予想利益に基づく PER は決して低くないが、鉱山株投資家が「オプションバリュー」と呼ぶ、金価格の上昇による増益の余地を備えている。金は最近、「金融市場の下落に対するヘッジ資産」としての期待に応え、昨年 8 月に 1 オンス 1200 ドルを下回っていた価格を 1280 ドル前後まで上げた。米連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げ中止観測も、金市場にとって好材料だ。

金鉱株の不人気を表すように、バンエック・ベクターズ・ゴールド・マイナーズ上場投資信託 (ETF、ティッカーは GDX) は 2011 年の最高値から 65% 以上値を下げた。金自体は 2011 年に記録した 1 オンス 1900 ドルのピークからの下落率を 30% にとどめている。金鉱株が嫌われているのは、新規生産量が鉱山への莫大な投資額に比べて小さいためだ。

しかし、「供給を大きく増やせないことは代替通貨としての金の魅力だ」と、バリック株を保有するグッドヘイブン・ミューチュアルファンド (GOODX) の共同マネジャー、キース・トロナー氏は訴える。世界の金ストックは合計約 600 億オンス (約 8 兆ドル相当) とされているが、年間の新規供給はその 2% にも満たない。

■ 各社の好材料

ニューモントが 17% のプレミアムを乗せたことで、ゴールドコープの株価は先週 7% 上昇して 10.37 ドルで引けたが、52 週高値の 15 ドルには遠く及ばない水準だ。昨年、ゴールドコープの生産量は目標の 250 万オンスを下回る 230 万オンスにとどまり、先週のカンファレンスコールでは今年の実見通しを示さなかった。資産と生産見通しの不透明感は「すぐには払しょくされそうにない」とバークレイズのアナリストであるマシュー・マーフィー氏はみている。

ニューモントは有力鉱山をネバダ州、オーストラリア、ガーナに持ち、ゴールドコープはカナダと南アフリカに持つ。ニューモントのゲイリー・ゴールドバーグ CEO は「合併の目的は規模拡大ではない。量でなく価値に重点を置いている」と本誌に語っている。合併後の目標生産量は 600 万～700 万オンスで、ゴールドバーグ氏によると今後 10 年は持続可能。全プロジェクトに年 15% の利益率達成が課されているという。

カナコード・ジェニュイティ・キャピタル・マーケットのアナリストであるキャ

Golden Buys

Here are some ways to play an upswing in gold prices.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	52-Week Change	2019E EPS	2019E P/E	Dividend Yield
Barrick Gold / GOLD	\$11.90	\$20.8	-18.6%	\$0.46	26.1	2.4%
Goldcorp / GG	10.34	9.0	-29.7	0.38	27.1	0.8
Newmont Mining / NEM	31.62	16.9	-19.9	1.22	26.0	1.8
ETF / Ticker	Recent Price	AUM (bil)	52-Week Change	Expense Ratio		
VanEck Vectors Gold Miners / GDX	\$20.66	\$10.1	-13.7	0.53%		
SPDR Gold Trust / GLD	122.11	33.1	-3.2	0.40		

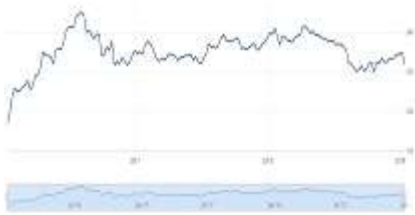
E=Estimate
Source: Bloomberg

リー・マクラリー氏は先週、「安定した生産や財務状態、低い地政学的リスク、豊富な予定プロジェクト」などを理由にニューモントの投資判断を「中立」から「買い」に引き上げた。

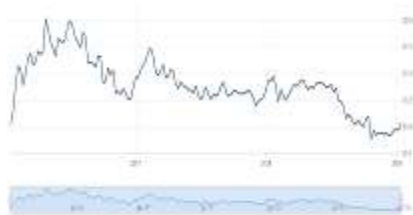
バリックについては、ブリストーCEO が期待のよりどころとなる。「業界きっての経営陣と、現行の生産資産に富み良好な開発見通しを持つ会社が結び付いた」というのがグッドヘイブンのトロナー氏の見方だ。元ゴールドマン・サックスのジョン・ソーントン現会長の下で負債を圧縮した同社で、ブリストー氏は事業改善とタンザニアで過半の利権を持つ鉱山をめぐる紛争の解決に集中できる。

金価格が上昇するとともに各社が合理化を進めれば、金鉱山セクターはようやく輝けるかもしれない。

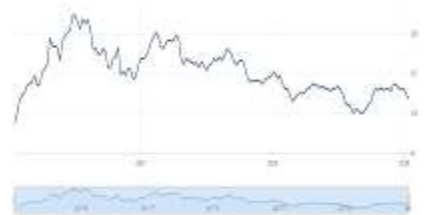
Newmont Mining Corp. (NEM)



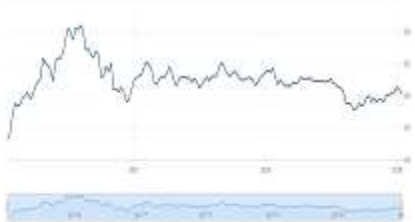
Goldcorp Inc. (GG)



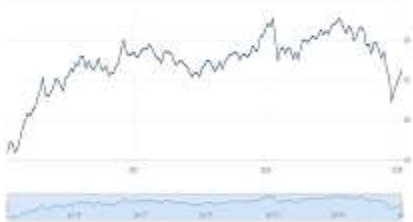
Barrick Gold Corp. (GOLD)



VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX)



GoodHaven Fund (GOODX)



チャートは3年

By ANDREW BARY
(Source: Dow Jones)

3. Five Ways to Profit from the Boom in Life Science 有望セクター 【ライフサイエンス】 ライフサイエンス業界で有望な 5 銘柄を選別

■ 政府予算や製薬会社からのキャッシュフローが見込まれる
遺伝子解析などの技術により新たな市場が開拓されたことで、科学研究用の機器や消耗品を製造するライフサイエンス企業は繁栄期を迎えている。現在のライフサイエンスセクターは、民間セクターと、政府が資金援助する研究によって、資金調達サイクルが過去数年で最高の状態にある。



ライフサイエンス業界のキャッシュフローの大部分は、米国立衛生研究所 (NIH) による大学や研究所への補助金から生まれる。NIH の 2019 年度予算は前年度比 5% 増の 390 億ドルである。ライフサイエンス企業バイオテック (TECH) のチャールズ・カメス最高経営責任者 (CEO) は「ライフサイエンスは、議会で超党派の支持が得られる数少ない分野だ」と語る。中国でも年 10% ほどのペースで支出が増えている。エバーコア ISI の上級ヘルスケアアナリストのロス・ミューケン氏は、2020 年代初めまでに、中国のライフサイエンス研究費が国内総生産 (GDP) に占める割合は米国を超えると言う。

もう一つの大きな資金源は医薬品セクターだ。バンクオブアメリカ・メリルリンチのアナリスト、デリク・デ・ブルーイン氏によれば、製薬業界の研究開発費は世界全体で年に約 3% 増加しており、2019 年には 1770 億ドルに達するとみられる。2015 年以降、製薬会社は債券や株式の発行を通じて 3450 億ドル以上の資金を調達した。この資金により、基礎研究や臨床試験が一段と推進されている。

ライフサイエンス機器メーカーの 2019 年予想利益に対する株価収益率（PER）は平均 25 倍で、S&P500 指数の 15 倍を大幅に上回る。モルガン・スタンレーによれば、ヘルスケアセクター全体に対しても 36% のプレミアムとなっている。バリュエーションが割高なため、業績が予想を下回ると株価は大きく下落しがちだ。その他の課題としては、生物医学研究への資金提供がサイクルのピークにある可能性が挙げられる。米中の貿易摩擦に対する懸念も各社の決算発表で言及されている。

■ イルミナ、サーモ・フィッシャー・サイエンティフィック

本誌はさまざまな分野の需要増加から恩恵を受けるライフサイエンス機器メーカー5 社を選別した。ゲノムシーケンス技術のリーダーであるイルミナ（ILMN）、多様な研究用機器を販売するサーモ・フィッシャー・サイエンティフィック（TMO）、研究・診断用機器やライフサイエンス以外の製品を販売するアジレント・テクノロジーズ（A）とダナハー（DHR）、タンパク質分析機器や新たな成長領域の「リキッドバイオブシー」検査を手掛けるバイオテクネである。

イルミナは「全ゲノムシーケンス」市場で 75% 以上のシェアを有する。全ゲノムシーケンスは、各人に固有の DNA 配列を調べ、病気に関連した遺伝子変異の解析を可能にするものだ。モーニングスターのアナリストであるマイケル・ウォーターハウス氏によれば、遺伝物質の配列決定の 90% 以上はイルミナの機器によって実施されている可能性が高い。ゲノミクスは、早期段階のがんの発見や医薬品の有効性評価において中心的な役割を果たす。アルツハイマー病から遺伝性疾患まで、あらゆる疾患の遺伝子治療や研究の基礎となる技術だ。

広範囲なゲノムのデータベースを作成するために各国政府が研究資金を提供する中、イルミナの機器は、こうした研究における標準的なプラットフォームとなっている。さらに、同社は 2017 年により強力なゲノムシーケンス機器を発売し、成長を加速した。同社によれば、この機器は人間のゲノム配列の決定コストを 1 件当たり 100 ドルに引き下げることが見込まれ、売上高は当初の想定を超えた。

イルミナは遺伝子解析用の「マイクロアレイ」装置や、試薬などの消耗品も販売している。株価はこうした機器の売上高と同様に変動する場合があります。最近では消費者市場の減速もあって下落した。それでも予想 PER は 48 倍と依然として割高で、ライフサイエンス機器業界の平均の約 2 倍である。

しかし、イルミナは着実に前進を続けている。リーリンク・リサーチのアナリスト、プニート・ソーダ氏によれば、イルミナは病院での出生前検査、リキッドバイオブシー、日常的な遺伝子検査などのためのシステムを販売している。いずれ何十億人もの人々が、がんなどの病気の兆候を知るためにゲノム解析を受けられるようになるだろう。

サーモは研究機器から消耗品まであらゆる製品を販売している。最終市場はバイオ製薬会社や大学だけでなく、動物医療や食品安全検査の分野にまで及ぶ。売上高は過去 5 年間で年平均 11% ほど伸びており、2018 年には 241 億ドルに達したとみられる。同社は 2016 年、3D 電子顕微鏡システム会社の FEI と、細胞・遺伝子解析コンピューティングを手掛けるアフィメトリクスを買収した。2017 年にはパセオンの買収を通じて、製薬会社のために臨床試験を実施する受託研究の分野に進出した。

サーモにとって中国は製造拠点であり、主要な最終市場でもある。貿易戦争が激化すれば、売上高への影響が広がるかもしれない。一方、同社のマーク・キャスパー CEO は、同社が危険物や冷凍を要する製品など、「業界の非常に詳細な要件」を遵守しなければならない製品を販売していると語る。現地に代替品がないため、中国で販売される製品の大部分には関税が課されておらず、関税による影響はないと言う。

サーモの PER は 20 倍と業界平均を下回る。成長は加速する公算が大きく、株価は引き続き上昇する可能性がある。ミューケン氏は同社の投資判断を「買い」、目標株価を 250 ドルとしている。

■ アジレント・テクノロジーズ、ダナハー、バイオテクネ

アジレントは売上高の約半分がライフサイエンス機器と診断用機器、残りが食品安全、化学、エネルギー業界向けの機器・サービスとなっている。2019 年には、質量分析・ガスクロマトグラフィー装置、遺伝子治療用のオリゴ核酸、環境・食品安全検査用製品の売上高が増加し、成長が加速する見込みである。また、同社のマイク・マクマレン CEO によれば、年間売上高の約 3 分の 1 を占めるラボ（研究室）の維持管理サービスが収益源として成長しており、増収率は年 8～9%と社内で最も高い。

売上高の約 20%は中国で生じており、アジレントは貿易摩擦によって 2019 年の 1 株当たり利益（EPS）が約 0.03 ドル減少すると予想している（コンセンサス予想 EPS は 3.10 ドル）。しかし、マクマレン CEO は、「当社の最終市場の需要をけん引する要因は消費者向け製品とは全く異なる」ため、中国での減速は見られないと言う。

ダナハーの今年の売上高は 200 億ドルを超える見通しで、そのうち約 3 分の 1 がライフサイエンス事業によるものだ。それ以外の事業は診断用機器、環境・化学業界向け製品、歯科医療用製品だが、歯科医療部門は 2019 年下半期にスピノフ（分離・独立）が予定されている。同社のポートフォリオは、診断や薬物製造などの成長市場において、消耗品の販売から経常的に発生する売上高に一段と重点を移している。UBS のアナリストであるダニエル・ブレナン氏によれば、ダナハーは買収案件を評価するシステムに定評があり、140 億ドルの潤沢な買収資金を有する。

ダナハーの PER は 22 倍と市場平均を大きく上回る。しかし、同社はライフサイエンス業界の高成長分野へと重点化を進めており、買収によって今後 3 年間の EPS は 9～25%押し上げられる可能性がある。ブレナン氏は、売上高が 5%増加し、PER が 24 倍に上昇するとの想定に基づき、今後 12 カ月で株価が 125 ドルに達するとみている。

バイオテクネは、タンパク質解析用の試薬や機器など、利益率が高くニッチな事業を手掛ける。安定的に成長が見込まれる事業で、幹細胞や免疫療法などのがん研究の進歩による恩恵を受ける。「こうした事業は成長率が非常に高い分野である」とカメス CEO は語る。

さらに大きな成長エンジンとなり得るのは、前立腺がんの「リキッドバイオプシー」検査である。この検査は尿中に含まれるエクソソームという物質を解析するものだ。検査の感度は 92%で、従来の PSA 検査に比べて大きく改善している。検査価格は 760 ドルで、カメス CEO によれば売上高は月 25%の割合で伸びている。メディケア（高齢者向け医療保険制度）による医療費償還の対象になるかどうかはネックだが、同氏は今年中に承認される可能性があるという。

2019 年予想 PER は 33 倍とライフサイエンス機器メーカーの中でも特に割高な部類に入る。しかし、ソーダ氏はバイオテクネを強力なグロース銘柄とみている。同社事業の 90%以上はラボ用の消耗品で、安定的に成長する収益源となっている。同氏はリキッドバイオプシーについて、償還対象として承認され、主な成長要因になると予想している。2019 年のコンセンサス予想売上高は約 11%増の 7 億 5300 万ドル、予想 EPS は約 8%増の 4.91 ドルである。

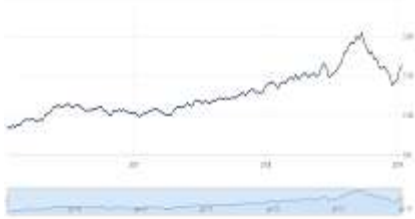
Going for Growth in Life Science

Healthy funding and scientific innovation are lifting profits for these firms.

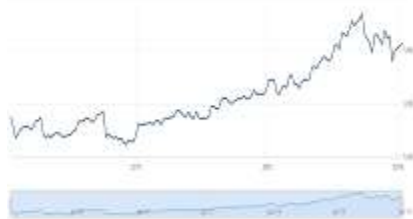
Company / Ticker	Recent Price	Market Value	2019 Estimated EPS	2019 EPS Growth Estimate	Forward Price/Earnings Ratio
Illumina / ILMN	\$313	\$45.60	\$6.44	12%	48
Thermo Fisher Scientific / TMO	241	95.8	12.24	10.80%	20
Danaher / DHR	107	74	4.81	6.70%	22
Agilent Technologies / A	72	22.6	3.1	9.50%	24
Bio-Techne / TECH	163	6.1	4.91	7.70%	33

Source: FactSet. As of 1/18/19

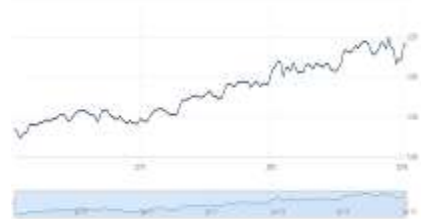
Bio-Techne Corp. (TECH)



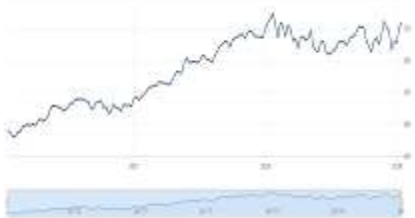
Illumina Inc. (ILMN)



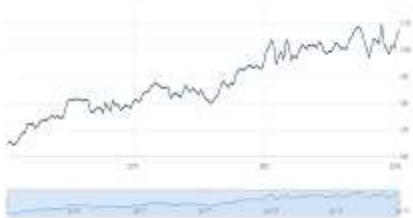
Thermo Fisher Scientific Inc. (TMO)



Agilent Technologies Inc. (A)



Danaher Corp. (DHR)



チャートは3年

By DAREN FONDA
(Source: Dow Jones)

4. Office REITs at Bargain Prices 割安オフィス REIT も見極めが重要 【不動産投資信託】 地域による見通しのばらつきに注意

■ オフィス REIT のアンダーパフォーム

米国経済は、政府機関が一部閉鎖されようとも、着実に成長を続けている。それを支えているのは、堅調な雇用者数と 4%を下回る失業率だ。

その雇用者の一部は、不動産投資信託（REIT）がニューヨークからサンフランシスコにわたる全米に所有するオフィスビルに収容されているのだが、ここ数年、オフィス REIT の株価はアンダーパフォームが続き、現在は一般的に、純資産価値（NAV）に対して 20%以上も割安な水準で取引されている。投資家はこのセクターで掘り出し物探しをしたくなるかもしれないが、入念な選択が必要だ。



最近ではオフィス REIT 銘柄もやや上向き、年初来で 7.2%上昇しているが、1 年、3 年、5 年のいずれの期間でも、その他の REIT 銘柄をアンダーパフォームしてきた。過去 12 カ月のオフィス REIT のリターンは 3.5%のマイナスとなった一方で、ホテル、ショッピングセンターおよび住宅 REIT を含む REIT 全般は 6.4%のプラスである。

全ての REIT は、利益の大部分を株主に分配することが義務付けられているため、インカム狙いの投資家には特に魅力的だ。なぜ、力強く持続的な経済とオフィス REIT のパフォーマンスが食い違うのか。一つには、米国の景気拡大が、いよいよ鈍化に向かうとの懸念がある。調査会社グリーン・ストリート・アドバイザーズのアナリスト、ダニー・イスマイル氏は、「オフィス REIT 業界は今年も厳しい状況が続き、主要市場におけるオフィス従業員の雇用の伸びも、価格決定力を強化するのに十分とは言えない。設備投資が多く、ファンダメンタルな成長を達成するのが難しいビジネスだ」と述べている。

多くの企業は、従業員当たりのスペースを縮小する高密度化によって、フロアスペースの効率化を図ってきた。この傾向は、多くの企業が、広いオフィススペースを必要としなくなったことを意味している。モルガン・スタンレーの不動産株式アナリスト、ビクラム・マルホトラ氏は、「オフィス REIT の場合、保有物件の NAV だけに注目するのではなく、賃料の方向性にも目を向ける必要がある。市場の賃料が上昇していない状況では、それらの銘柄への投資が成功する可能性は低い」と述べている。

グリーン・ストリートのレポートでは、NAV に対する割安度が大きいオフィス REIT の多くは、資産の売却による規模の縮小を検討すべきだと指摘している。そして、その収益を自社株買いや債務の返済に充てるのだ。しかし、同レポートによると、それを実行している REIT はほとんどなく、より多くの物件を開発することで外部的な成長を計画しているところが多いという。

■ 東海岸の主要市場

一つの明るい材料は、個々の市場にもよるが、新たなオフィスの大量供給がないことだ。不動産サービス会社 CBRE によると、12 月 31 日現在の空室率は 12.6% で、2007 年第 4 四半期以来で最も低い水準にある。

ワシントン DC やニューヨークといった都市では、賃料の伸びが低迷し、より厳しい状況に直面している。ニューヨークの全体的なオフィス供給の伸びは制御不能の状態には見えないが (BMO キャピタル・マーケットのアナリスト、ジョン・キム氏の予測では、今年は 1.4%、来年は 0.3%)、市場の根本的な活力に関する根強い不安がある。モルガン・スタンレーは、REIT に関する 2019 年の見通しについて、「2017 年以降、賃料の伸びに圧力がかかっており、ニューヨークのファンダメンタルズに懸念を持っている」との見方を示し、「ニューヨークの金融関係の雇用の伸びは鈍化しており、テナントに付与されるフリーレント等のインセンティブは高い水準を維持している」と指摘している。

オフィス開発は、マンハッタンのウエストサイドの先 (資産運用大手のブラックロックが 2022 年に本社を移転予定)、ミッドタウンサウス、ダウタウンで最も活発だ。また、昨年 11 月、アマゾン・ドット・コム (AMZN) は、第 2 および第 3 本社の所在地としてニューヨーク (具体的にはクイーンズ地区のロングアイランドシティ) とワシントン州に近いバージニア州アーリントンを選んだと発表した。しかし、グリーン・ストリートのイスマイル氏は、それが 2 つの都市のオフィス市場に大きな影響を与えるとは考えていない。同氏によると、バージニア州では、建設地エリアの活性化には寄与するものの、現在の空室率の高さを考えると、市場全体に影響を与えるのは難しく、一方のニューヨークはより大きなオフィス市場であり、新たな本社は、それだけで変化をもたらすには小さ過ぎるのではないかという。

■ 西海岸 REIT の株価見通し

グリーン・ストリートによると、IT 企業がもたらす大きな安定感により、南部や西海岸に不動産を所有する不動産会社の見通しはもう少し明るいという。一般的に、西海岸の REIT はニューヨークを拠点とする REIT よりもキャップレート (期待利回り) が高い。キャップレートは、REIT の純営業収益 (NOI) を、物件の市場価値から負債を差し引いたもので割った値だ。キャップレートが低いほど、バリュエーションは高くなる。配当利回りのようなものだ。

キルロイ・リアルティ (KRC) は、シアトル、サンフランシスコ、ロサンゼルスなど、西海岸の各地に不動産を所有している。昨年 11 月、ハリウッドで建設中の約 3 万 3000 平方メートルのプロジェクトについて、ネットフリックス (NFLX) が入居すると発表した。株価は過去 6 カ月間で約 9% 下落し、利回りは 2.7% だ。

Running for Office

Office REITs have been under pressure, but these two companies have solid prospects.

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (bil)	1-Yr Return	2019E FFO	Price / 2019 FFO
Kilroy Realty / KRC	\$68.02	\$6.8	-2.8%	\$3.70	18.4
Vornado Realty Trust / VNO	65.38	12.4	-5.0	4.19	15.6

Note: FFO stands for funds from operations, as calculated per share. Data as of Jan 17.

Source: FactSet

REIT の収益力を示す「ファンズ・フロム・オペレーション (FFO)」については、アナリストは同社の今年の 1 株当たり調整済み FFO が 2.62 ドルとなり、2018 年の 2.39 ドルを上回ると予想している。

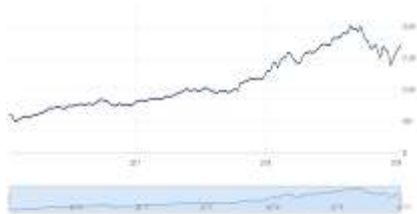
昨年、キルロイ・リアルティは希薄化をもたらす公募増資を行い 500 万株の普通株式を発行したが、グリーン・ストリートでは、ネットフリックスとの長期リースを含め、同社の開発パイプラインは魅力的だと見ている。ファクトセットによると、最近の株価は 68 ドルだが、1 株当たり 82 ドルというコンセンサス NAV を約 20% 下回っている。BMO のキム氏は、「同社は IT 企業の成長から大きな恩恵を受けている」として、同銘柄の投資判断を「オーバーウエイト」、目標価格を 79 ドルとしている。

一方、モルガン・スタンレーのマルホトラ氏は、ボルネード・リアルティ・トラスト (VNO) をオーバーウエイトとしている。同社は、マンハッタン、特にペンシルベニア駅周辺などミッドタウン地区に大規模なオフィスや商業用不動産を所有し、さらにサンフランシスコやシカゴでも大規模物件に投資している。株価は 65 ドルを少し超えたあたりだが、過去 1 年間で約 8% 値下がりしている。マルホトラ氏は、同銘柄を「より長期的な割安株投資」と位置づけ、投資判断を「アウトパフォーム」、目標株価を 76 ドルとしている。

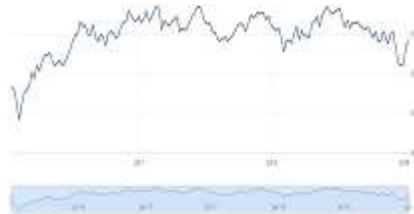
不動産業界の大物スティーブ・ロス氏が率いる同社は、NOI の約 30% を「ストリートリテール」と呼ばれる小売店向け賃貸物件から得ている。ボルネード株を脅かしているのは、昨年 77 歳になったロス氏の後継者問題だが、ロス氏は 1 年近く前の電話会議で、「私はゴルフで言えば、明らかに後半 9 ホールをプレイしているし、そのまた半分を終えているかもしれない。私は永遠に続けるつもりはない。だから、当社の取締役会では毎回その問題を話し合っているし、私がトラックにでもひかれた場合に備えて、継承計画が整っている。私に関してはそれで十分だ」と述べている。

キム氏は、同銘柄は最近 NAV に対して約 30% のディスカウントと、正当とは考えにくい割安な水準で取引されていると分析する。アナリストは同社の今年の調整済み FFO を 1 株当たり 3.35 ドル (昨年は 2.70 ドル)、利回りは約 4% と予想している。

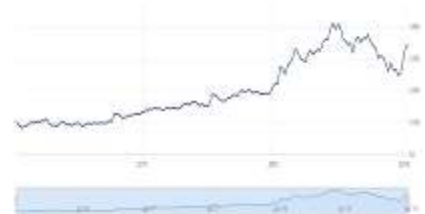
Amazon.com Inc. (AMZN)



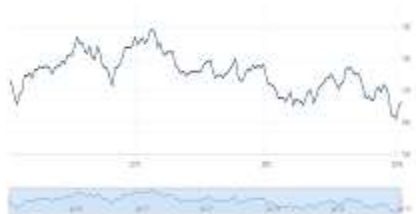
Kilroy Realty Corp. (KRC)



Netflix Inc. (NFLX)



Vornado Realty Trust (VNO)



チャートは 3 年

By LAWRENCE C. STRAUSS
(Source: Dow Jones)

5. Big Events Drive Big Returns イベントドリブン戦略 【ミューチュアルファンド】 2018 年に運用総資産を 6 倍に増やしたブラックロックのファンドの魅力とは？

■ 株式相場との相関性の低さ

絶大な力を持つ 1 人の取締役役に別の企業との合併を要求されたら、その企業の最高経営責任者（CEO）はノーと言えるだろうか。

この場合の取締役役とは世界中で 6 兆ドルの資産を運用しているブラックロック（BLK）のことである。合併、スピンオフ、リストラ、経営陣の交代、その他の重要な「企業イベント」が発生した際の株価変動で利益を上げることを目指す運用総資産 13 億ドルのファンド、ブラックロック・イベント・ドリブン・エクイティ（BALPX）のマネジャー、マーク・マッケンナ氏はブラックロックが「おそらく世界中のほぼ全ての企業の大株主上位 5 位までに入っている」と言い切る。



世界最大の資産運用会社で働くことには明らかな利点がある。「われわれは取締役会議室に由来する変化に投資している」と同氏は説明する。「上位 5 位以内の大株主であれば、そうした状況における価値創造に関して実際にソートリーダー（戦略のリード役）になることができる」。

市場のボラティリティが高まっている今、合併アービトラージ（M&A 関連企業の証券の裁定取引）やイベントドリブンといった戦略を活用しているファンドは投資家にとって特に魅力的かもしれない。ある企業が別の企業を買収しようとしているとき、ターゲット企業の株式は通常、合意か決裂かが決まるまで買収提示額近辺で取引される。マッケンナ氏のようなサヤ取りを狙う投資家は、そうした買収が成立することを願う。公式な買収提示額とターゲット企業の買収前株価との差額を利益にできるからだ。

買収は相場全体の上下にかかわらず成立し得るので、その投資リターンは多くの場合株式相場との相関性が低いところがこの戦略の妙である。実際に 2018 年第 4 四半期には S&P500 指数が 13.5% の急落を示したが、BALPX ファンドは 1.3% の上昇を記録した。同ファンドの過去 3 年間の年平均リターンは 6.1% で、モーニングスターのファンドカテゴリー「マーケットニュートラル」では上位 5% に入っている。リターンに伴う価格変動リスク（ボラティリティ）は株式よりも米国債に近く、年率標準偏差は S&P500 指数の 11% に対して 3.6% だった。このファンドの人氣が最近高まってきたのも当然で、2018 年の初めには 2 億ドルだった運用総資産が年末には 6 倍に増大した。

■ ハードカタリストとソフトカタリスト

マッケンナ氏はそうした新たな資金の流入が同氏の戦略の妨げになることはないことを強調した。というのも、戦略は合併アービトラージだけではないからである。同氏はハードカタリストがある企業の株式、ソフトカタリストがある企業の株式、そうした企業の社債に投資するという 3 層の戦略を採用している。ハードカタリストは従来型の合併やスピンオフなど、起きるか起きないかしかない材料である。ソフトカタリストは経営陣の交代や製品の変更など、結果がより多様な材料である。社債への投資でも低リスクでリターンが上げられる。

ファンドの投資チームは 12 人のベテランで構成されている。1999 年に投資銀行ソロモン・スミス・バーニーの M&A アドバイザーとしてキャリアをスタートさせたマッケンナ氏をはじめ、チームの全員が元 M&A アドバイザーで企業に直接助言した経験を持つという。こうした M&A インサイダーとしての視点が有利に働いているのだ。

マッケンナ氏のポートフォリオで、ソフトカタリストがある企業への投資が占める割合は通常 30~35% であ

る。「例えば、エネルギー企業の CEO が交代となり、新 CEO は価値創造が可能だが市場が過少評価しそうだと思われる場合、われわれはそのリスクを幾つかの定性・定量分析にかける。エネルギー企業であれば、エネルギー業界全体のショートやヘッジアウト（リスクの遮断）を図る」。個別銘柄をロングする一方で、そのセクターをショートしたりヘッジしたりすると、そのファンドのリスクエクスポージャーはイベント分析が正しかったかどうかだけになる。

投資のカタリストがソフトからハード、またはその逆に移り変わることもある。医療保険会社のシグナ（CI）と薬剤給付管理会社（PBM）のエクспレス・スクリプト・ホールディングの合併がその一例だ。2018 年 3 月に合併が発表される前、マッケンナ氏はソフトカタリストに基づいてヘルスケア業界に投資していた。業界再編の機が熟したと考えていたのだ。同氏は現在のヘルスケア業界をテレビ、電話、インターネットのそれぞれを利用するのに異なる機器が必要だった 20 年前のハイテク・メディア業界になぞらえた。「今日のヘルスケアプロバイダー同士は互いに言葉を交わすことがない」と同氏は指摘する。「医療保険マネジャーが病院と話すことはなく、病院が PBM と、PBM が診断プロバイダーと話すこともない」。

マッケンナ氏は新たな技術と合併でシステムの統合が進むとみている。合併が発表された後、シグナはその合併が完了するかしないかだけのハードカタリスト投資になった。合併は 2018 年 12 月に完了したが、マッケンナ氏は今もシグナ株を保有している。シグナ株は今や合併後の成長見通しに基づくソフトカタリスト投資となっている。

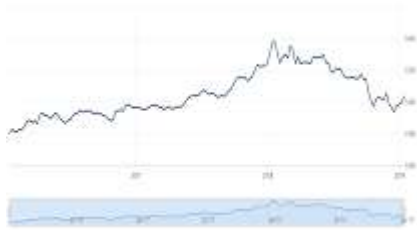
BlackRock Event Driven Equity

	1-Yr	3-Yr
BALPX	5.2%	6.1%
Market Neutral Category	-0.6	1.2
Top 10 Holdings		
Company / Ticker	Weighting	Acquirer / Ticker
21st Century Fox / FOXA	8.0%	Walt Disney / DIS
Red Hat / RHT	7.2%	IBM / IBM
Shire / SHP.UK	4.5%	Takeda Pharmaceuticals / 4502.Japan
Arris International / ARRS	4.5%	CommScope Holding / COMM
Jardine Lloyd Thompson / JLT.UK	4.4%	Marsh & McLennan / MMC
BTG / BTG.UK	4.3%	Boston Scientific / BSX
Integrated Device Technology / IDTI	4.2%	Renesas Electronics / 6723.Japan
Dun & Bradstreet / DNB	3.7%	Private Consortium
Athenahealth / ATHN	3.5%	Veritas Capital:Private
Tribune Media / TRCO	3.2%	Nexstar Media Group / NXST
Total:	47.5%	

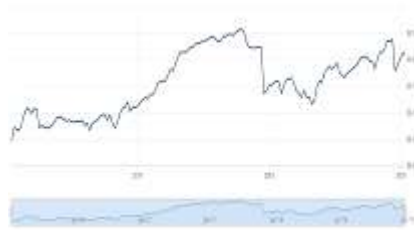
Note: Holdings as of December 31, 2018; all returns as of January 15, 2019; three-year returns are annualized.

Sources: Morningstar, BlackRock

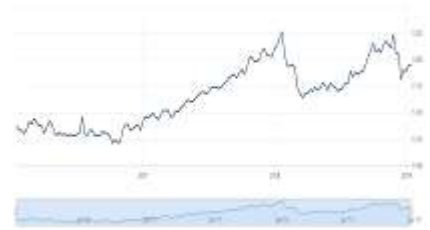
BlackRock Inc. (BLK)



BlackRock Event Driven Equity Fund:Investor A (BALPX)



Cigna Corp. (CI)



チャートは3年

By LEWIS BRAHAM
(Source: Dow Jones)

6. Bogle and ETFs: A Complicated History インデックスファンド【ジョン・ボーグル氏】 バンガード創設者と ETF の複雑な歴史

■ インデックスファンドを世に送り出す

1月16日、金融界に大きな功績を残したバンガード・グループ創業者のジョン・ボーグル氏が死去した。同氏は1975年にバンガード・グループを創業し、その翌年にインデックスファンドを設定した。それにより彼は、個別銘柄選びをせずして銘柄選びに優れた投資家を上回るリターンを上げられること、投資家は市場の長期的な流れとアクティブ・マネジャーを凌駕する必然的なリターンを辛抱強く待つだけでいいことを教えた。



John "Jack" Bogle Sr., founder of Vanguard Group, shown in April 2005.

モーニングスターによると、20年前には200本以下だったインデックス型ミューチュアルファンドは、現在は株式と債券をあわせて470本存在する。1976年に設定されたバンガード500インデックスファンド(VFINX)は、4000億ドルを超える運用資産を抱えるまでになった。バンガード社全体での運用資産は現在5兆ドルに上るが、そのうち70%以上がインデックスファンドである。インデックス投資を生み出したボーグル氏が当初は酷評されていたことを考えると、これらは驚くべきことだ。

本誌としては個別銘柄の選択は重要だと考えている。市場のリターンを上回る戦略は存在し、市場を上回るリターンを上げ続けるマネジャーも存在する。しかし、そのようなマネジャーを見つけることは非常に難しいため、一般的な投資家であればインデックス投資から恩恵を受けることになるだろう。アクティブ運用されている大型株ファンドのうち約90%は、ここ10年以上ベンチマークを下回る運用成績にとどまっている。

しかし、ボーグル氏がインデックスファンドを設定した当時は、同氏のパッシブ運用の考え方に同調する投資家は少なかった。1976年にボーグル氏がファースト・インデックス・インベストメント・トラストを設定した当初の調達額はわずか1100万ドルほどだった。「ファンドの規模は非常に小さいものだった。“意図的に凡庸なリターンを求めているのか”という嘲笑的な見方もあった」と、リサーチ・アフィリエイト創業者のロバート・アーノット氏は本誌にこう語る。アルファを追求する当時の投資家からは冷ややかな目を向けられた。ファンドはその10年ほど後には10億ドル、25年後には1000億ドルを超える規模に成長していった。

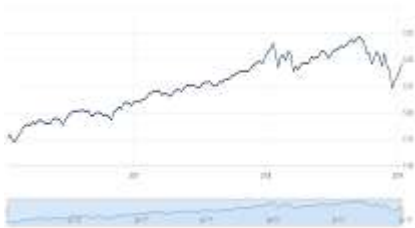
■ ETF 創設にも間接的に貢献

低コストで市場の広範をカバーするインデックス投資が評価され始めるのは 1990 年代後半になってからのことだ。その頃には、インデックス投資の考えを取り入れた上場投資信託（ETF）が登場していた。アーノト氏は、「ボーグル氏の影響は、彼の死後何十年たっても残るだろう。彼は個人的には異論を唱えていたものの、間接的に ETF を作り出した人物でもある」と言う。

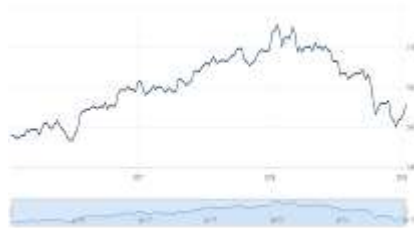
ボーグル氏が ETF に対して消極的な姿勢をとっていたことは有名だが、バンガードは同氏が会長を退任した後、2 代目の最高経営責任者（CEO）であるジョン・ブレナン氏のもとで 2001 年から ETF を提供し始めた。だが既にその 8 年前には、ステート・ストリート（STT）が初の ETF である SPDR S&P500 トラスト（SPY）を設定していた。先発者の優位性という言葉通り、SPDR S&P500 トラストは運用資産 2500 億ドルで現在でも最大の ETF となっている。

それでもボーグル氏が作り上げたバンガードは、同氏の革新への情熱を具現化してきた。同社の ETF は既存のファンドの異なるシェアクラスとして設定された。これは節税効率と優れたコスト構造をもたらす独自の仕組みであり、他社の追随を許さないものだ。この武器があったからこそ同社は ETF で 9000 億ドルを超える運用資産を抱えるまでになり、二番手の座を得たのだ。

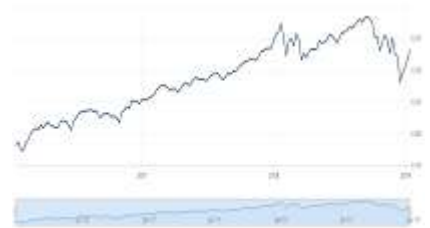
Vanguard 500 Index Fund; Investor (VFINX)



State Street Corp. (STT)



SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)



チャートは 3 年

By CRYSTAL KIM
(Source: Dow Jones)

7. Up And Down Wall Street イベント目白押しの 3 月に向けて 米中貿易交渉、債務上限の期限、ブレイグジットと懸念材料が山積

【コラム】

■ 歴史的な下落を見せた株価収益率

全米大学体育協会による男子バスケットボールトーナメント「マーチ・マッドネス」について考えるのは時期尚早だが、3 月に来る狂気については考えるべき時期が来ている。

米国通商代表部によると、中国との協議には 3 月 1 日という「厳格な期限」があり、合意に至らなかった場合、制裁関税が引き上げられるという。また、同日に米国の債務上限が期限を迎えるが、今回は政府機関の閉鎖が伴う。さらに、英国の欧州連合（EU）離脱が 3 月 29 日に控える中、合意なき離脱の可能性が高まっている。



これら全てが、株価暴落の脅威の高まりに思われるかもしれない。しかし、米国の投資家にとっては、暴落はある意味既に起きており、来るべき事態にある程度備えられているのは朗報かもしれない。

昨年、S&P500 指数は約 6%下落した。誰もこれを買いの機会とは間違えないだろう。しかし、昨年の企業利益の増加率が 22%と推定されている中で、第 4 四半期の数字が出始めたばかりであること、そして上振れがもはやサプライズとは言えないほど当たり前になっていることを考えると、さらに高くなる可能性もある。結果として、昨年は市場の株価収益率（PER）が戦後 5 番目に大きな急落を見せた。

S&P500 指数は年初来 6%超上昇しているが、さらに上昇する可能性もある。UBS のアナリストが、単年で米国株の PER が大幅に低下した戦後 26 回のケースを調べたところ、その翌年のリターンの中央値は 16%だったのだ。

2019 年もそれなりの企業利益が見込まれており、コンセンサス予想では 6.4%増となっている。2019 年予想 PER は 15.4 倍と、通常の水準を示している。

ただし、状況は割安株を探す投資家にとってさらに魅力的に見える。昨年の株価下落は 9 月下旬に始まり、人気ハイテク銘柄の下落にはあちこちで驚きの声が上がったが、実際には割安銘柄の下落率は割高なものよりも大きかったのだ。9 月末時点で PER が 15 倍未満だった銘柄のその後の下落率の中央値は 11%だったが、PER が 25 倍を超える銘柄では 7%だった。このようにグロース株がバリュー株をアウトパフォームする傾向は、ここ 10 年間続いている。

■ 魅力的な割安銘柄

一方、一連の政策のモグラたたきの成果を心配する向きには、米国市場の割安銘柄は実際に魅力的な逃避先かもしれない。理由の一つは、他の逃避先の様子が芳しくないことだ。

公益事業は電力需要の伸びが停滞している。朝食用シリアルは炭水化物が多過ぎるし、アマゾン・ドット・コム（AMZN）とウォルマート（WMT）との生鮮食品をめぐる競争にさらされている。ビールは若者がバドワイザーよりも独立系醸造所のエールを選んでいる。たばこはがんの脅威と大麻の魅力の板挟みになっている。国債は 70 年も待てるなら、あるいは魅力的かもしれない。

割安銘柄の良いところは、欲張りな人とおびえている人の両方に適していることだ。人気が回復すれば、特大のリターンが得られるし、市場全体が下落した場合、10~15 年分のキャッシュフローを賄える企業を保有していることが気休めになる。鍵となるのはもちろん、お得な銘柄とそうでない罠を見分けることだ。

通信機器大手シスコシステムズ（CSCO）は PER が 14.5 倍ながら、成長を加速させているようだ。スーパーマーケット大手ターゲット（TGT）の PER は 12.7 倍だが、小売業他社の大半よりも好調で、競合のウォルマートと比較してここまで安く取引されているのは珍しい。バンクオブアメリカ・メリルリンチは、金融銘柄にはバリューがあるが半導体銘柄はバリュートラップだと言う。PER が 10.5 倍の JP モルガン・チェース（JPM）には朗報だが、5.5 倍のマイクロン・テクノロジー（MU）には要注意だ。一方、バーンスタインのマーク・ニューマン氏は最近マイクロン・テクノロジーの投資判断を引き上げ、半導体の利益は今年後半に安定し、それ以降同業界は「増益時のピークが高く、減益時の底も高く、下落期間は短くなるだろう」と書いている。デルタ航空（DAL）は寡占化の進んだ米国の航空業界で最も良いパフォーマンスを上げている 1 社で、PER7.3 倍は割安と考えられる。

ゼネラルモーターズ（GM）は電気自動車ではテスラ（TSLA）と、自動運転技術ではグーグルの親会社アルファベット（GOOGL）のウェイモ部門と張り合っているが、GM の PER はわずか 6.5 倍で、スポーツ用多目的車（SUV）や軽トラックといった従来型の自動車の販売によってキャッシュを稼いでいる。

■ CVS ヘルスの決算に注目

ドラッグストア大手の CVS ヘルス（CVS）は状況が複雑だ。同社は 1100 カ所の店内でウォークイン型のク

リニックであるミニット・クリニックを運営しており、今月にそこで提供する医療サービスを拡大した新しい店舗デザインの試行を開始すると発表した。新型店舗では店内の血液検査なども予定している。

米国では慢性疾患の治療にかかる費用が年間 2 兆ドルを超えており、無駄な部分が多大に存在する。CVS が患者を引き付けられれば、何年にもわたる健全な増収につながる可能性がある。収益性の高いサービスを拡大し、最近買収した医療保険会社エトナを、通院向けに支払う費用の負担から救うこともできるだろう。

CVS の株価は過去 1 年間で 18% 下落し、まれにみる低いバリュエーションとなっている。一方、懸念点としては薬価上昇の鈍化と、PBM リベートと呼ばれるものに対するエクスポージャーが存在する。

米国の薬剤給付管理会社 (PBM) は、顧客の購買力をプールして製薬会社からリベートなどの価格譲歩を取り付ける。その医薬品価格への影響については議論がある。契約条件はこれまで不透明だったが、状況は変わり始めている。例えば、CVS は先月、製薬会社からのリベートの 100% を消費者に移転させる新しい価格モデルを導入した。2018 年には、同社は推定 2% (3 億ドル) のリベートを保持している。

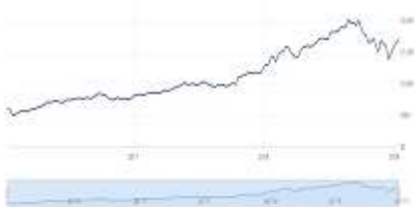
リベートがやっかいなのは、PBM が特定の金額を消費者に保証する場合だ。そのために PBM は将来価格の見積りが必要だが、予想価格が高過ぎて実際のリベートが想定に届かなければ、PBM 自身が負担を強いられる可能性がある。そのことが問題なのは、製薬業界が価格上昇の減速に直面しているためだ。

製薬会社は長年、年間 2 度の価格の引き上げを続けてきたが、それは消費者の反感を招き、政治家を強気にしている。昨年夏、トランプ大統領はツイッター上でファイザー (PFE) の値上げを非難し、ファイザーは譲歩した。多くの製薬会社の昨年の価格引き上げは 1 度にとどまり、ブランド医薬品の昨年の価格上昇率は、2016 年の推定 12% から半減したとみられる。

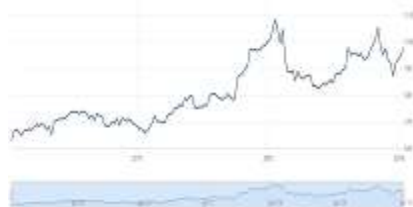
みずほ証券でアナリストを務めるアン・ハインズ氏は、CVS のリベート保証へのエクスポージャーが 2019 年の利益に与える負の影響を 1 株当たり 58 セントと推計している。そのうちどれくらいをウォール街が織り込んでいるかは不明だが、2019 年の 1 株当たり利益 (EPS) はコンセンサス予想で 7.37 ドル、ハインズ氏の予想で 7.02 ドルとなっている。

CVS が 2 月上旬に第 4 四半期の決算発表をすれば、より状況が明らかになるだろう。同社の株はヘルスケア業界の回復への割安なエクスポージャーを提供しているものの、投資家は PBM の問題がより明らかになるまでもう少し待った方が良くかもしれない。同社の株価は金曜日、65.52 ドルで引けた。

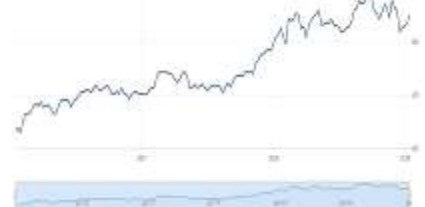
Amazon.com Inc. (AMZN)



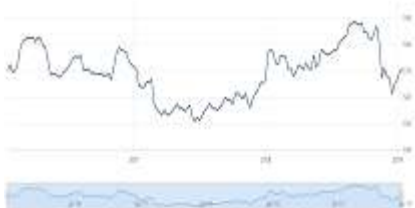
Walmart Inc. (WMT)



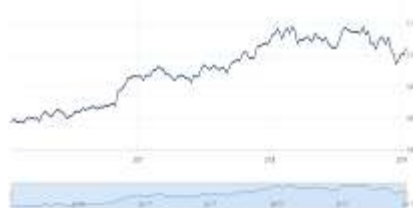
Cisco Systems Inc. (CSCO)



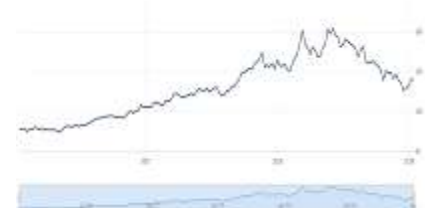
Target Corp. (TGT)



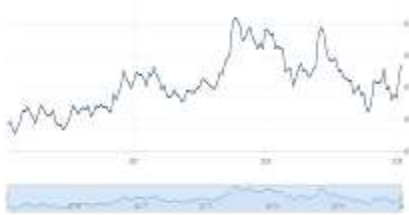
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



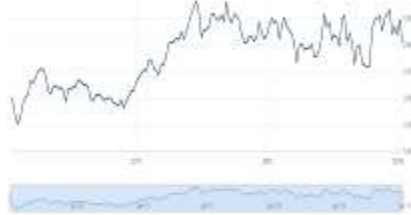
Micron Technology Inc. (MU)



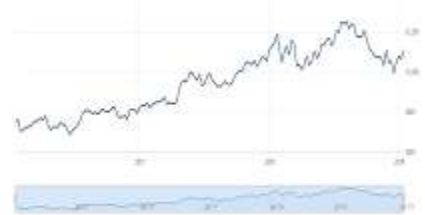
General Motors Co. (GM)



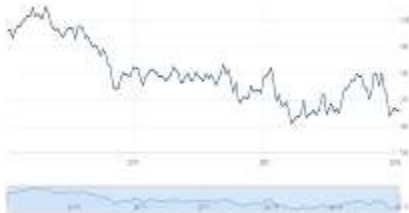
Tesla Inc. (TSLA)



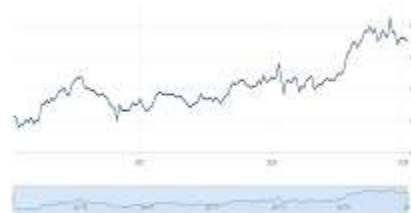
Alphabet Inc. Cl A (GOOGL)



CVS Health Corp. (CVS)



Pfizer Inc. (PFE)



チャートは3年

By JACK HOUGH
(Source: Dow Jones)

8. Electronic Arts and Activision Are Struggling 大手ゲームソフト会社の低迷【ハイテク】 新たな収益モデルに適応できず、台頭するフォートナイトに苦戦

■ ネットフリックスの敵は HBO ではなくフォートナイト
動画配信サービス大手のネットフリックス (NFLX) は先週、株主宛ての書簡でエンターテインメント業界に驚くべき警告を発した。「当社が競争している（そして敗北している）相手は HBO ではなくフォートナイトだ」と述べたのである。

フォートナイトはエピック・ゲームズ（未上場）が開発・販売するゲームソフトで、ティーンエイジャーを依存症にさせ、その親を悩ませる社会現象となっている。ネットフリックスがフォートナイトに悩まされているのであれば、伝統的ゲームソフト会社であるエレクトロニック・アーツ (EA) とアクティビジョン・ブリザード (ATVI) にとって、ネットフリックスの警告は良い前兆ではない。実際、フォートナイトはこれら既存のゲームソフト会社から主役の座を奪い取っており、両社の株価は昨年のピークから 40% 近く下落している。



■ 大手ゲーム会社では既存のドル箱タイトルが低調

アクティビジョンが 2018 年 11 月に発表した業績見通しは失望的な内容で、同社は主要なゲームタイトルの一つであるデスティニー2 の売り上げが予想を下回っていることを認めた。さらに同社は今月、デスティニーシリーズの著作権を開発元のゲームソフト会社バンジーに譲渡すると述べた。

バーンスタインのアナリストであるトッド・ユンガー氏は先週のレポートで、「デスティニーの著作権譲渡は同社をめぐる強気見通しを大きく変えるものだ。リリース当初はゲーム史上最大の知的財産権として記録を塗り替えたのに、4 年後には（アクティビジョンにとって）ゼロとなった」と書いている。

問題をさらに深刻にしているのが、アクティビジョン傘下のゲーム開発会社インフィニティ・ウォードのゲームタイトル、コール・オブ・デューティ・シリーズの不振だ。同シリーズの直近 2 作品の売上高はいずれも予想を大幅に下回った。しかもアクティビジョンでは昨年 12 月以降、最高財務責任者 (CFO) をはじめてとする経営上層部が次々と退職している。

同様に、エレクトロニック・アーツの 2019 年の利益もリスクに直面している。同社の計画では、主力のシューティングゲームタイトルであるバトルフィールド 5 が収益性の高い追加（アドオン）コンテンツの販売によって 2019 年に大きな収益源となるはずだった。ところが、同ゲームタイトルは消費者の共感が得られていないようで、昨年 11 月、発売からわずか 1 週間後に価格を 50% 値下げした。これは売上高の低迷を示唆している。

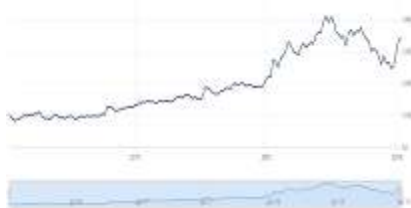
■ フォートナイトの世界に適応できていない

ゲーム業界では、伝統的なゲームソフト会社はフォートナイトの世界に適応できていないという見方が広がっている。フォートナイトは、ゲームへの参加を無料とし、参加者へのコスチュームやエモート（立体アニメーション）などのアドオンコンテンツの販売を通じて大きな利益を生み出す仕組みだ。調査会社スーパーデータの推定では、フォートナイトの 2018 年の売上高は 24 億ドルで、年間売上高としてはあらゆるゲームをしのいで過去最大を記録した。

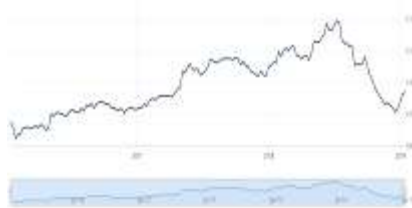
エレクトロニック・アーツとアクティビジョンはそれぞれ 2 月 5 日と 12 日に四半期決算を発表する。そこで発表されるガイダンスが失望的であっても驚くには当たらない。

本誌は昨年の記事で、ストリーミングがやがてゲームの世界を作り変え、その過程でエレクトロニック・アーツとアクティビジョンの株価を押し上げると予想した。このシナリオが実現する可能性は依然としてあるが、それは数年先の話であり、5G 通信という技術進歩を必要とするだろう。一方、伝統的なゲームソフト会社が話題性の高いゲームをなかなか開発できないでいる。それは両社の株価にとって悪いニュースだ。

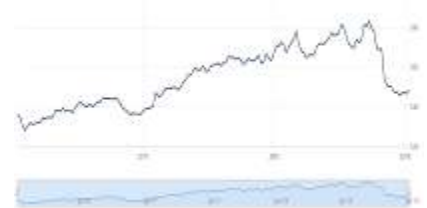
Netflix Inc. (NFLX)



Electronic Arts Inc. (EA)



Activision Blizzard Inc. (ATVI)



チャートは 3 年

By TAE KIM
(Source: Dow Jones)

9. The Trader NY ダウが 1997 年以来最高のスタートを切る 米中貿易協議、企業決算発表へのポジティブな反応

【米国株式市場】

■ NY ダウが年初来 5.9% 高、年初 3 週間としては 1997 年以来最高
ダウ工業株 30 種平均 (NY ダウ) が年初来で 5.9% 高と、年明け 3 週間としては 1997 年以来最高の上昇ペースを記録した。S&P500 指数も同期間で 1987 年以来最高となる 6.5% の上昇となった。

先週の主要株価指数は、NY ダウが 3% 高の 2 万 4706 ドル 35 セントとなり、S&P500 指数は 2.9% 高の 2670.71 で引けた。ナスダック総合指数は 2.7% 上昇して 7157.23 となった。小型株のラッセル 2000 指数は 2.4% 高の 1482.50 で週末を迎えた。



■ 米中貿易協議、企業決算発表への投資家のポジティブな反応

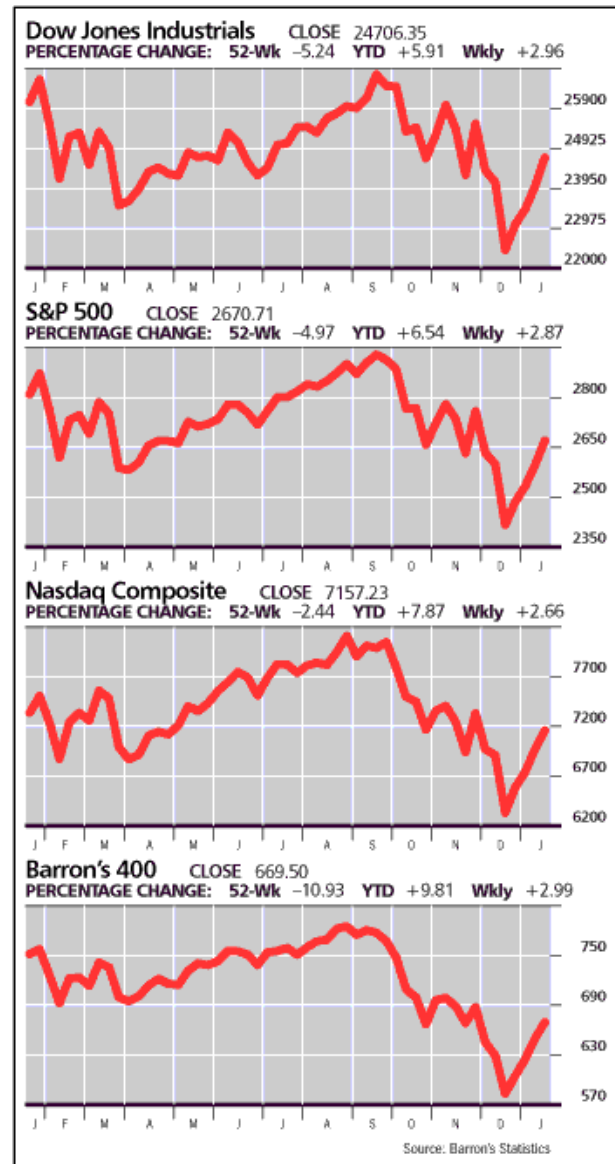
米中間の貿易協議の進展に関する報道が続き、合意への期待が、上昇が見込めそうにない場面でも相場を押し上げた。投資家は、米連邦検察当局が中国の華為技術（ファーウェイ）に対する刑事捜査を開始したという報道なども無視した。

先週行われた企業の決算発表も、内容がそこまで良かったわけではないが、投資家はポジティブに反応した。金融大手の JP モルガン・チェース（JPM）、ブラックロック（BLK）、油田サービス大手のシュルンベルジェ（SLB）などは、第 4 四半期決算において純利益が市場予想に届かなかったものの、決算発表翌取引日に株価は上昇した。

一方、アナリストは業績見通しを引き下げている。RBC キャピタル・マーケットの米国株式ストラテジー責任者であるロリ・カルバシーナ氏によれば、2019 年の増益率予想は、2018 年末時点の約 6.8% から現在は 5.7% となっており、今後さらなる下方修正の可能性もある。しかし、同氏は市場予想が底をつく前に始まった 2016 年のラリーに言及し、企業の利益予想が上向く前に、市場が回復することはあり得ると述べる。「しばらくは厳しい決算発表が続くとみており、S&P500 指数が昨年 12 月 24 日の安値を再び試すというシナリオも排除はできない。しかし同日で株式市場は底入れし、悲観材料はほぼ織り込まれているという可能性も十分にある。」実際、往々にしてあるように、市場はアナリストの一步先を進んでいるのかもしれない。アナリストの予想下方修正は、昨年末にかけての株価急落に遅れている。

問題は、米国政府の一部機関の閉鎖である。業務再開後に補える損失もあるが、失われた経済活動は回復不可能であり、企業利益に影響し得る。

今のところは、市場に耳を傾けることにしよう。最近の上昇で、S&P500 指数は 50 日移動平均線を超える水準を取り戻した。投資調査会社ウィリアム・オニールでチーフ投資ストラテジストを務めるランディー・ワッツ氏によれば、昨年 12 月 3 日に同指数が 50 日移動平均線を超えた際は、その後 24 日の安値まで 16% の下落に見舞われた。「今回は反落せず、同線が下値支持線に変わることを願う」と同氏は述べる。



■ 昨年の調整を経て買い時を迎えるコストコ

コストコ・ホールセール（COST）が「20 年間は持つ」とうたって販売を始めた「27 ポンド（約 12 キロ）入りチーズマカロニ」が同社ファンの人気を集めている。一見冗談のような話だが、同社の通販ウェブサイトでは在庫切れとなっている。会員更新率が 90% を超えるなど、熱狂的ファンの存在こそがコストコの特徴だ。2017 年に年会費を値上げした後の昨年ですら更新率はわずかに上昇した。同社の売り上げに占める年会費収入の割合はわずか 2% 余りだが、第 1 四半期（2018 年 11 月 25 日終了）には前年同期比で 9.5% 増加している。

一方で株価は昨年 9 月以降低迷しており、予想 PER (株価収益率) は 26 倍を維持しているものの、直近株価 209.60 ドルは 52 週高値の 245.16 ドルを 14% 下回っている。カウエンのオリバー・チェン氏ら強気派アナリストは、株価は直近高値近くまで上昇するとみており、配当を含め 15% 以上のリターンを見込んでいる。



現在の経済環境下において、米国内事業が中心で、中国や欧州の経済問題と距離を置いているコストコは非常に安定している。また、アマゾン・ドット・コム (AMZN) との競争にも、うまく立ち回っている。消費は依然として非常に力強く、米国経済に対する懸念は無用だ。コストコの強さは業績からも明白で、開店後 1 年以上の既存店売上高は 12 月に 6.1% 増加し、市場予想の 4.8% を上回った。さらに、これまで脇役だったウェブサイト改善の結果、通販の月間売上高は 23.9% も急増した。

業績への失望から、12 月 14 日にコストコの株価は過去 10 年間で最悪となる 8.6% の下落を記録した。同社からは、食料品販売の競争激化はあったが、ガソリン販売を除く中核事業の利益率低下は 0.06% ポイントにすぎない、と説明があった。同社のリチャード・ガランティ最高財務責任者 (CFO) は本誌に対し、「当社の規模になると年間総利益における 1 ベーシスポイント (bp) が 1300 万ドルに相当することから、相対的には微々たる変化でも投資家が過剰に反応することがある」と述べている。

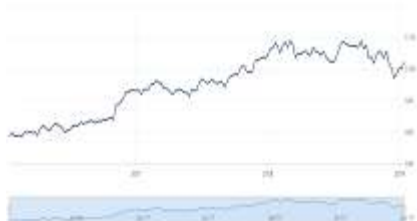
値下げについて「全体的には物価は妥当な水準にある」と説明するガランティ CFO は、かつてのアメリカンエクスプレス (AXP) と比べ、現在提携するシティグループ (C) とはより経済合理性に優れた関係を築いている点などに触れ、「現状に満足している」と言う。同社はトランプ大統領による減税の恩恵も受けており、値下げによる消費者への還元や従業員の処遇改善につなげている。

情報セキュリティの問題を含む「内部統制上の重大な欠陥」を公表した 10 月にもコストコの株価は急落した。ガランティ CFO は、この問題は消費者や同社の財務状況に影響を及ぼさない、との見方を示しながらも賞与から 2 万ドル、クレイグ・ジェリネック最高経営責任者 (CEO) は全額を自主返納している。

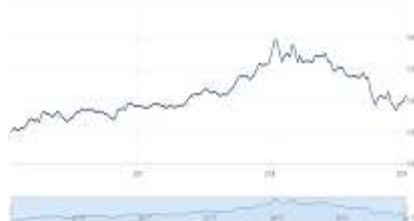
関税問題が利益に与える影響は軽微だ。増税前の輸入や中国以外からの輸入などの対策を講じ、関税上昇がコストコ会員の不利益にならないよう注力している。「値上げせざるを得ないにしても、その幅を最小限に抑え続ける、それが当社の文化だ」とガランティ CFO は言う。

コストコのファンは恐れる必要はない。27 ポンドのチーズマカロニが一時的になくなくても、6.6 ポンド (約 3 キロ) のヌテラ (チョコレートとヘーゼルナッツのスプレッド) はいつでも買うことができる。そしてコストコ株もかなり魅力的だ。

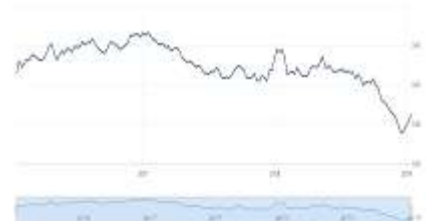
JPMorgan Chase & Co. (JPM)



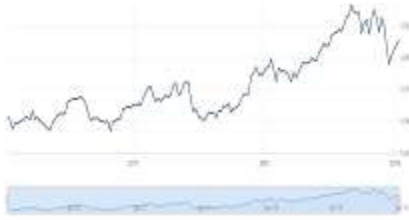
BlackRock Inc. (BLK)



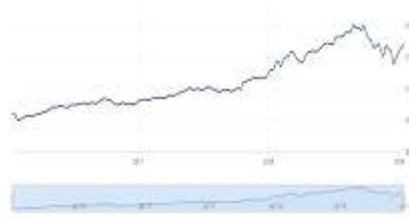
Schlumberger Ltd. (SLB)



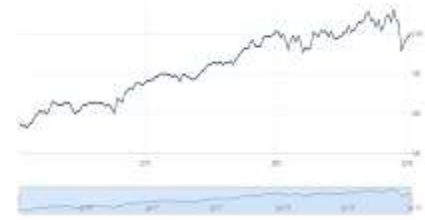
Costco Wholesale Corp. (COST)



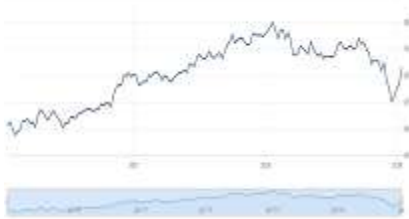
Amazon.com Inc. (AMZN)



American Express Co. (AXP)



Citigroup Inc. (C)



チャートは 3 年

By BEN LEVISOHN and
AVI SALZMAN
(Source: Dow Jones)

10. Preview 今週の予定

【経済関連スケジュール】

先が見通せない、米政府機関の一部閉鎖

■ こう着状態が景気に悪影響を及ぼすリスク

過去最長を更新し続けている米政府機関の一部閉鎖は、火曜日に市場が再開した時点で、32 日目に突入している可能性が高い。

ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が先週金曜日に述べた通り、こう着状態は日に日に「景気への逆風」になりつつある。



トランプ大統領は 12 月 19 日、メキシコ国境の「壁」の建設に、50 億ドルの予算が認められなければ連邦政府を閉鎖させる、との主張を取り下げた。また、共和党が過半数を占める上院は、12 月 21 日からのつなぎ予算を可決した。ところが、下院が同法案を可決する前に、トランプ大統領は壁の建設費が含まれない予算案には署名しない、と再び態度を変えた。21 日以降、80 万人以上の連邦政府職員は、自宅待機か無給で勤務する状況に置かれている。

このようなこう着状態に対し、解決へのシナリオは存在するだろうか。上院が、壁の建設費が含まれない予算案を、大統領の拒否権を覆せる 3 分の 2 以上の賛成票で可決するということが考えられるが、この可能性は低い。そのような法案に対し、民主党のペロシ下院議長が前向きな一方、共和党のマコネル上院院内総務は否定的だ。

それより、ちまたでは、例えば株式市場の暴落だとか、米運輸保安局 (TSA) 職員の大半が「病欠」するなど、何らかの悪いニュースが、トランプ大統領と議会に (妥協案で合意するよう) プレッシャーをかけることが期待されているように感じられる。だが怖いのは、今のような状況では、悪いニュースが一気に大惨事となり得ることだ。

By BEN WALSH

■ 今週の予定

1 月 21 日 (月)

- ・ 米国市場はキング牧師記念日 (1 月の第 3 月曜日) の祝日で休場。
- ・ 中国で 2018 年度の第 4 四半期および通年の国内総生産 (GDP) 発表。

1 月 22 日 (火)

- ・ 金融サービスの持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル (COF)、油田開発サービス会社ハリバートン (HAL)、IT 大手 IBM (IBM)、ヘルスケア製品のジョンソン&ジョンソン (J&J、ティッカーは JNJ)、業務用・家庭用工具製造のスタンレー・ブラック・アンド・デッカー (SWK)、損害保険の持ち株会社トラベラーズ (TRV) が四半期決算発表。
- ・ 医療機器製造のベクトン・ディッキンソン (BDX) が年次株主総会を開催。
- ・ 全米不動産協会 (NAR) が 12 月の中古住宅販売戸数を発表。エコノミストは、季節調整済み年率で 520 万戸を予想 (11 月は 530 万戸)。

1 月 23 日 (水)

- ・ 医薬品・医療機器大手アボット・ラボラトリーズ (ABT)、ケーブルテレビ大手コムキャスト (CMCSA)、自動車大手フォード・モーター (F)、日用品メーカーのキンバリー・クラーク (KMB)、半導体製造装置大手ラム・リサーチ (LRCX)、日用品大手プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、ティッカーは PG)、半導体大手のテキサス・インスツルメンツ (TXN)、複合企業のユナイテッド・テクノロジーズ (UTX) が四半期決算発表。
- ・ 日銀が政策金利を発表。-0.1%で据え置きとの見方が大勢。
- ・ 連邦住宅金融庁 (FHFA) が 11 月の住宅価格指数を発表。
- ・ 1 月のリッチモンド連銀製造業景況指数発表。2 年以上ぶりの低水準となった 12 月の-8 から 2.5 への改善が見込まれている。

1 月 24 日 (木)

- ・ 航空大手アメリカン航空グループ (AAL)、製薬大手ブリストル・マイヤーズ・スクイブ (BMY)、大手金融持ち株会社ディスカバー・ファイナンシャル・サービスズ (DFS)、半導体大手インテル (INTC)、コーヒーチェーン大手スターバックス (SBUX)、大手鉄道貨物輸送会社ユニオン・パシフィック (UNP) が四半期決算、ハードディスクドライブ (HDD) 製造のウェスタン・デジタル (WDC) は四半期決算及びコンファレンスコール開催。
- ・ 欧州中央銀行 (ECB) が政策金利の発表後、ドラギ総裁が会見。ECB は、経済指標の低迷を背景に、政策金利を夏まで-0.4%に据え置く方針を発表している。
- ・ ガス関連・化学品メーカーのエアプロダクツ・アンド・ケミカルズ (APD)、会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール (COST) が年次株主総会を開催。
- ・ 12 月のコンファレンス・ボード景気先行指数発表。エコノミストは、前月比横這いとなる 112 を予想 (11 月は同 0.2%上昇)。
- ・ 1 月のマークイット製造業景況指数(マークイット製造業 PMI)発表。12 月と同程度の 54 となる見込み。
- ・ 新規失業保険申請件数 (1 月 19 日までの週) 発表。コンセンサス予想は 21 万 7500 件。
- ・ 1 月のカンザスシティ連銀製造業景気指数発表。エコノミストは、2 年以上ぶりの低水準となった 12 月と同程度の 3 を予想。カンザス地区の製造業活動の失速を示唆している。
- ・ 米金融大手シティグループ (C) がコンファレンスコール開催。ガースパッチ最高財務責任者 (CFO) が、第 4 四半期の債券部門の業績について説明する。

1 月 25 日 (金)

- ・ バイオ製薬大手アッヴィ (ABBV)、消費財メーカーのコルゲート・パルモリーブ (CL)、住宅建設大手 DR ホートン (DHI)、公益事業持ち株会社ネクステラ・エナジー (NEE)、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル (SYF) が四半期決算発表。
- ・ ドラッグストアチェーン持ち株会社のウォルグリーンズ・ブーツ・アライアンス (WBA) が年次株主総会開催。

By ROBERT TEITELMAN AND DAN LAM
(Source: Dow Jones)

2019 年 特集記事年間予定表

Special News Reports

January

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
14 Barron's Roundtable Pt. I
21 Barron's Roundtable Pt. II

February

4 ETF Feature
11 Top 100 Sustainable Companies
25 Best Online Brokers

March

4 ETF Feature
11 Top 1,200 Advisors
11 Best Fund Families
18 Roundtable Energy
25 Retirement Quarterly
25 Penta

April

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Big Money Poll
22 Top 100 Financial Advisors
29 Best Performing Hedge Funds

May

6 ETF Feature
6 Roundtable: Biotech Investing
13 Income Investing
20 Technology
27 Top CEOs

June

3 ETF Feature
3 Retirement Quarterly
10 Top 100 Women Financial Advisors
17 Penta
24 Sustainable Investing

July

1 ETF Feature
8 Fund Quarterly
15 Midyear Barron's Roundtable
22 Top Annuities
29 Ranking Robo Advisors

August

5 ETF Feature
19 Technology

September

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
16 Top Independent Financial Advisors
23 Penta

October

7 Fund Quarterly
14 ETF Feature
21 Big Money Poll

November

4 ETF Feature
11 Technology

December

2 ETF Feature
9 Retirement Quarterly
9 Penta
16 Outlook: Where to Invest in 2020



THIS WEEK'S MAGAZINE

BARRON'S ROUNDTABLE

1. Barron's 2019 Roundtable: What to Buy Now
48 investment ideas from the 10 investment pros on our annual panel.

FEATURE

2. Why Gold Mining Stocks Are an Unalloyed Bargain
Both Barrick and Newmont have made big acquisitions and their shares offer an opportunity to profit when the metal regains its luster.

FEATURE

3. Five Ways to Play a Growing Health Sector
Stocks of companies that make diagnostic health products have had a strong run, and with increased demand and plenty of money for R&D, more gains could be on the way.

FEATURE

4. Office REITs at Bargain Prices
Real estate investment trusts that specialize in office properties have badly lagged the overall REIT market. But be careful: Not every region is equally attractive.

MUTUAL FUND PROFILE

5. Big Events Drive Big Returns at this BlackRock Fund
Mark McKenna's team at BlackRock Event Driven Equity fund evaluates mergers, corporate restructurings, management changes, and other key events to determine its stock picks.

OTHER VOICES

What Job Applicant 'Ghosting' Says About the Current Workplace

The main reason for employee ghosting, according to surveys, is the same reason that employers ghost: They've already found someone else.

FUNDS

6. Bogle and ETFs: A Complicated History
Bogle's indexing legacy changed the way Americans save, but it spawned a new industry that didn't always meet his approval.

UP AND DOWN WALL STREET

7. Marching Toward the Madness

STREETWISE

I'm a Sports Fan. But I Don't Like to Bet on the Games. Here's Why

THE ECONOMY

The Blame for Brexit

TECHNOLOGY TRADER

8. The Big Game Makers Suddenly Can't Find a Hit

INCOME INVESTING

6 Regional Banks With Big Dividend Yields

THE TRADER

9. Dow Gains 3% for Its Best Start Since 1997

TRADER EXTRA

9. Costco Stock Might Be a Good Buy After 2018's Pullback

TRADER EXTRA

GE Stock Could Drop to 5 Bucks, Analyst Says

INTERNATIONAL TRADER – EUROPE

Battered British Defense Stock Will Mount New Charge

REVIEW

Cisco Is Heading for Serious Growth and the Stock Could Pop

The networking giant is riding some powerful trends, from 5G to next-generation systems for 911 calls.

PREVIEW

10. The Government Is Closed Until Further Notice

The longest government shutdown in U.S. history seems certain to continue. What could break the deadlock? Unfortunately, a disaster.

EMERGING MARKETS

With a Billion Users, Tencent Finds Itself Coping with Middle Age

STRIKING PRICE

Hedging Your Portfolio on the Cheap

COMMODITIES CORNER

Palladium Is Now More Valuable Than Gold

MARKET WATCH

Earnings Comebacks Boost Equities

Plus improvements in big-bank performance, and the enduring dangers of too much debt

RESEARCH REPORTS

Sandler O'Neill on Schwab's Steady Hand

Plus, other researchers on the coming split between CVS and Walmart, Delta in a whole lot of businesses besides flying, and lululemon flexing its muscle

13D FILINGS

A Comeback for U.S. Equities and Big Banks

Plus, a 2018 Round-Up and 2019 Look-Forward from the Activist Investor

MAILBAG

Barron's Readers Weigh In

Reactions to the 2019 Barron's Roundtable and other stories

『バロンズ拾い読み』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

監修

時事通信社

編集人

川田 重信 (かわた しげのぶ)

大和証券入社後 1986 年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー (現 UBS) 証券を経て 2000 年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学 MBA。

バロンズ拾い読み 主要作成者の略歴 (五十音順)

内田 薫 (うちだ かおる)

大和証券グループでロンドン、マニラなどの海外勤務を含め、アナリスト活動を中心に国内外の調査業務に従事。2009 年より翻訳活動。東京工業大学機械工学科卒。日本証券アナリスト協会検定会員。

西田 万里子 (にしだ まりこ)

旧東京銀行 (三菱 UFJ 銀行) にて外国送金業務に従事した後、フリーランス通訳・翻訳に転向。現在同志社大学講師を兼務。神戸大学教育学部教育心理学科卒。英国リーズ大学国際学修士、ペンシルベニア州立テンプル大学 MBA。

西村 嘉洋 (にしむら よしひろ)

プロクター&ギャンブルのファイナンス・IT 部門で長らくマネジャーを務め、欧州、米国、アジア各国で勤務経験がある。京都大学大学院 情報工学 情報工学科修士、ロンドン大学大学院 金融経済学修士。

『バロンズ拾い読み』 (2019 年 1 月 21 日号)

発行 : Dow Jones & Company, Inc

監修・配信 : 時事通信社

製作 : エグゼトラスト

お問い合わせ先 (法人・個人の購読契約者様)

記事内容に関すること : info@exetrust.co.jp

ご契約・システムに関すること : barrons@grp.jiji.co.jp

(※ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください。)

※ 当誌は、時事通信社が Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※ 当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌はダウ・ジョーンズ社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※ 図・表・データの無断使用を禁止します。

Copyright © 2019 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます