

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/01/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ26銘柄 - Our Roundtable Pros Scoured the Market. [ラウンドテーブル]
Here Are 26 of Top Stock Picks. P.1
ファンダメンタルズが力強い企業が好調と見込まれる
2. 2022年、バロンズの選択銘柄は市場をアウトパフォーム：こちらが通信簿 - Barron's Stock [フィーチャー]
Picks Beat the Market in 2022. Here's Our Report Card. P.11
どのセクターに注目するかが成功のカギを握る
3. ラグジュアリー企業としてのフェラーリ株の魅力 - Ferrari Is a Luxury Stock. Here's Why It [フィーチャー]
Looks Like a Buy. P.15
なぜフェラーリ株は今買い時なのか
4. 株式市場と債券市場が発するメッセージが異なる - Stocks and Bonds Are Sending Different [米国株式市場]
Messages. One Is Wrong. P.19
債券市場の悲観的な見通しのほうに分がありそう
5. 金相場が堅調、投資家が注視すべき理由 - Gold's Awakening May Make Investors Sleep Less [コラム]
Soundly P.21
背景を理解し、その示唆を検証する
6. 初参加のダボス会議、収穫は経営者との意見交換 - A Davos First-Timer on What 4 CEOs Told Us [投資戦略]
ボルグワーナー、サーモフィッシャー、ブラックストーン、ナスダックCEOとの対談 P.23
7. FRBと市場で賃金とインフレに関する見方が大きく乖離（かいり） - The Fed and the Markets [経済政策]
Disagree on Wages and Inflation P.25
見誤ればハードランディング・リスクが高まる
8. それでもハイテク企業に投資する理由とは？ - Here's Why the Founder of Thoma Bravo Is Still [ハイテク]
Buying. P.27
大手PEファーム、トーマ・ブラボの創業者に聞く
9. ディズニー：配当復活への道のりは遠く - Why Disney's Dividend Magic Isn't Coming Back [インカム投資]
Soon P.29
復調の兆しのレジャー関連株と迷走続くディズニー
10. 今週の予定 - How Climate and Energy Crises Are Giving New Life to Nuclear [経済関連スケジュール]
Power P.32
気候危機とエネルギー危機で原子力発電に追い風

※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。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. ラウンドテーブルのメンバーが選ぶ26銘柄 [ラウンドテーブル]

Our Roundtable Pros Scoured the Market. Here Are 26 of Top Stock Picks.
ファンダメンタルズが力強い企業が好調と見込まれる

第2回ラウンドテーブル



PHOTOGRAPH BY AARON DURALL

成功のチャンスは誰にでも訪れるが、投資の世界ではそれはまれだ。格好の投資機会は主に、市場を追いかけ、企業を調査し、周りの状況に気を付けている中で訪れる。

第2回となる今週のラウンドテーブルで取り上げた、次の4人に聞いてみるとよい。4人とは、デルファイ・マネジメントの創設者および社長のスコット・ブラック氏、ガムコ・インベスターズの会長兼最高経営責任者（CEO）のマリオ・ガベリ氏、エポック・インベストメント・パートナーズのエグゼクティブ・チェアマン兼

共同最高投資責任者（CIO）のウィリアム・プリースト氏、ゴールドマン・サックスで長くストラテジストを務めて現在はコロンビア大学教授のアビー・コーエン氏だ。4人は、今年有望な26銘柄を挙げた。

ブラック氏の推奨銘柄

本誌：ブラック氏の推奨銘柄は。

ブラック氏：経済環境が厳しいときでも底堅さを示せる、利益成長の確かな実績を持つ企業に投資したい。自己資本利益率（ROE）が高く、フリーキャッシュフロー創出力が強く、絶対ベースで株価収益率（PER）が低い企業を選好する。

まず、電子機器受託製造サービスのジェイビル<JBL>だ。株価は67.98ドル（1月6日、以下同）で、時価総額は94億ドルだ。1株当たり配当は32セントで、配当利回りは0.5%となる。2023年8月期の予想売上高は前期比3.1%増の345億ドルと予想される。増収率は一見低くみえるが、それは受託製造が理由で、実際の成長率は6~7%に近い。



Scott Black/ PHOTOGRAPH BY AARON DURALL

今期の営業利益を16億6000万ドル、1株当たり利益（EPS）を8.45ドルと予想する。それに基づくPERは8倍だ。10四半期連続で利益が増加しており、EPSは2018年度の2.62ドルから2022年度には7.65ドルへ急増した。財務格付けはBBBマイナスで、純負債／自己資本比率は0.66倍だ。私の予想に基づくプロフォーマROEは41%となる。

事業は、ダイバーシファイド・マニュファクチャリング・サービス部門（多様な受託製造）が全売上高の51.6%を占める。自動車および輸送業界と、ヘルスケアおよび梱包業界向けの電化製品を製造する。アップル<AAPL>がジェイビル最大の顧客で、売り上げの約19%を占めている。エレクトロニクス・マニュファクチャリング・サービス部門（電子製品受託製造）の売上高は全体の48.4%を占める。地域別売上高は、シンガポールが24%、メキシコが17%、中国が16%、米国が16%だ。

ジェイビルは顧客の製造コストを削減し、サプライチェーン管理を改善し、輸送コストを低減する。経営陣のガイダンスによると今年度は史上最高で、私はジェイビルを、サンミナ<SANM>やフレックス<FLEX>といった競争相手と比べて最良とみている。S&P500指数のPERは18倍だが、ジェイビルのPERが10~11倍まで上昇すれば私は嬉しく思うだろう。

次は、飲料メーカーのコカ・コーラ・コンソリデーティッド<COKE>だ。ハリソン一族が議決権付き株式の86%を支配し、コカ・コーラ<KO>が35%を保有する。株価は500ドルで、時価総額は47億ドル、配当利回りは0.4%だ。

2022年の売上高は61億7000万ドルと推定される。最近9%値上げしたが、今年は同様の値上げは不可能だろう。私は2023年の売上高を約4%増の64億1000万ドルと織り込んでいる。粗利益率は36.3%で、それには上昇余地はない。EPSを46.57ドルと予想する。PERは10.7倍、EV/EBITDA倍率（企業価値と利払い・税引き・償却前利益の比率）は7.7倍、プロフォーマROEは約35.6%だ。

バリュエーションを同業他社と比較すると、コカ・コーラのEV/EBITDA倍率は21倍、ペプシコ<PEP>のPERは16倍、キューリグ・ドクターペッパー<KDP>のEV/EBITDA倍率は17.1倍だ。

コカ・コーラ・コンソリデーティッドは、米国最大のコカ・コーラ・ボトラーで、主要市場はノースカロライナ州、サウスカロライナ州、バージニア州だ。売り上げ構成は、ドクター・ペッパーの製品が約17%、コカ・コーラの製品が約83%となっている。コカ・コーラ・コンソリデーティッドは3~5年の戦略的計画を作成している。また、商品および顧客別の収益性を監視し、配送ルートの構造をコントロールするために、SAP<SAP>製のソフトウェアを導入した。コカ・コーラ製品は不況に強く、株価は割安だ。

建設会社のスターリング・インフラストラクチャー<STRL>はインフラ法関連銘柄だ。株価は31.98ドル、時価総額は9億7500万ドルで、無配だ。EPSは2018年の93セントから2022年の3.14ドルへ爆発的に増加した。売上高は、2022年は19億2000万ドルで、2023年は保守的に見積もっても5%増の20億1600万ドルと予想される。EPSは3.30ドルと予想する。より楽観的な想定では、売上高は6%増の20億3500万ドル、EPSは3.58ドルと予想される。プロフォーマROEは21.3%で、純負債／自己資本比率は0.66倍だ。

株価純資産倍率（PBR）は約2.2倍で、2023年の予想PERは9.3倍だ。受注残は2021年末比25%増の19億ドルとなっている。数年前に就任した新経営陣は、基本的な事業の基礎固め、利益率の高い部門の成長、利益成長を目標とした。年間7~10%の増収と、それを上回るEPS成長率を目指している。

最後は、昨年のミッドイヤーラウンドテーブルでも推奨した、損害保険会社のチャブ<CB>だ。個人向け保険会社としては業界最高で、Aの信用格付けも得ている。2022年の正味収入保険料は447億ドルだった。われわれの推定では、保険料は年間6~7%上昇している。損害保険料はハリケーンの影響も

あり20%上昇した。

2022年1～9月の平均コンバインド・レシオは87.5だった。保険料収入が51億6000万ドル、税引き前投資収益が51億ドルとわれわれは推定している。金利が1%ポイント上昇するたびに、税引き前投資収益は11億ドル増加する。

投資ポートフォリオの利回りは、2022年の初めは3.4%で、現在は5.8%で再投資している。2022年第4四半期の正味投資収益は10億7000万ドルだった。EPSは2022年の15.50ドルから今年は18.63ドルへ増加すると予想される。コンバインド・レシオが若干悪化すると保守的に想定すると、予想EPSは17.81ドルになる。ROEは14.5%で、PBRは2倍だ。契約者剰余金に対する正味計上保険料の比率は、大半の保険会社の2～3倍に対してチャブは1.7倍だ。

参考資料

Scott Black's Picks

Company / Ticker	Price 1/6/23
Jabil / JBL	\$67.98
Coca-Cola Consolidated / COKE	500.00
Sterling Infrastructure / STRL	31.98
Chubb / CB	228.86

Source: FactSet

(資料)

コーエン氏の推奨銘柄



Abby Joseph Cohen/ PHOTOGRAPH BY AARON DURAL
L

コーエン氏：まずは空調機器のダイキン工業<6367>をお勧めする。魅力の一つは地理的なものだ。世界中の株式市場の中で日本は最も割安であり、今後起こりうる円高ドル安の局面において、米ドル建ての投資家は二重の利益を得ることができる。

ダイキンは各種建築設備、特に空調設備で世界のトップ企業だ。古くからあるヒートポンプのメーカーでもある。信頼性が高く効率的なエネルギー源であるヒートポンプは、電気自動車（EV）の普及に伴い再び注目を浴びている。電気自動車は低温環境でエネルギー効率が悪化

し、EVメーカーのテスラ＜TSLA＞は18～20%、シボレー・ボルトなどは25～30%も効率が落ちる。EVにヒートポンプを搭載することにより、動力の効率や走行距離を向上させると期待されている。

株価は2022年に22.6%下落し、株価パフォーマンスは今一つだったが、日本市場全体と比べて決して割安ではない。PERは約25倍と、ダイキンの質の高さを反映している。グローバルに事業展開しており、欧州と米国ではヒートポンプや空調システムのリーディング・サプライヤーだが、配当は控えめで、配当利回りは1%超だ。良好な営業実績と全世界に良好な販売網を持つ。中・長期的な視野で見れば、日本市場は今年、円高と相まって比較的良好なパフォーマンスとなる可能性が高い。

次に、前年に引き続きトヨタ自動車＜7203＞を推奨する。2022年の株価パフォーマンスは芳しくなかった。米国での自動車販売台数でトヨタはゼネラル・モーターズ＜GM＞と拮抗（きっこう）しているが、トヨタの魅力はEV化にこだわらないところだ。早くからハイブリッド車を販売し、既に世界中に広く浸透している。EVにこだわらない理由の一つとして、欧米でEVを支える給電体制が整備されていない地域も多いことが挙げられる。トヨタは、充電ステーションに依存しないハイブリッド車を提供することによって、より高い柔軟性を持つと感じている。他にも数々の重要な投資を行っており、サウスカロライナ州には大規模バッテリー生産工場を建設し、水素自動車の初期研究も行っている。欧州その他のEVに関するガイドラインの順守はもちろん、プラグイン・ハイブリッドなど新モデルの開発と英国での生産を発表した。欧州向け車両の約1割がEVだが、新型モデルの投入に伴い、2026年にはこれを約80%まで引き上げる方針だ。日本株や景気敏感銘柄に興味があるなら、トヨタへの投資は理にかなっている。PERは約10倍、配当利回りは約3%で、円高ドル安になればリターンも上がる。

Q：トヨタはEVへの本格参入に消極的というイメージだが。

コーエン氏：確かに、それはトヨタの株価がなかなか低迷を脱することができない理由の一つでもある。トヨタへの信頼度は非常に高く、テスラ他EVメーカーの魅力が薄まれば、トヨタのような生産力・販売力および販売網を持つ高品質の自動車メーカーが再び脚光を浴びるかもしれない。また、自動車メーカーのPERは通常、市場より低いことを忘れないでほしい。ご存じの通り、この業界は景気に対して敏感であり、景気後退時には業績が悪化する。ただ、私は業績拡大のサイクルがより長期化するとみている。一般的にPERには、現在の業績に限らず業績拡大の継続性への期待も織り込まれている。

次に推奨するのは、欧州の照明機器メーカー、シグニファイ＜LIGHT.オランダ＞（旧フィリップス・ライティング）だ。商業・工業・住宅用の最高品質のLED照明を提供する業界のトップ企業で、これも景気敏感銘柄だ。バリュエーションは魅力的で、過去12カ月の実績利益に基づくPERは7倍で、配当利回りは4.5%に迫る。省エネルギーに対する関心の高まりから恩恵を受ける銘柄だ。製品は新築・改築の両方で使われている。欧州・米国のグリーンエネルギーに関わる法規制で需要が高まり、電気料金の値上がりも追い風となった。世界各国で照明器具を提供する大手企業であり、スタジアムや美術館など特殊な照明も多く手掛ける。一方で住宅向け照明機器の比率は今では10%を大幅に下回る。

続いて推奨するデレク・グループ＜DELKY＞は、ナスダック上場のイスラエル企業だ。欧州ではロシアが供給していたガスの代替として地中海の天然ガスが使用されているが、デレクはこの天然ガス事業から利益を得ている。デレクの株式の51%が公開されている。PBRは2～3倍から1倍へと低下した。地中海で天然ガス田が発見されたときには大変な熱狂だった。そして埋蔵量とともに純資産価値も変動した。さらにデレクは、海水淡水化のグローバルリーダーであるIDEテクノロジーズという非上場企業の株式を大量に取得している点も好感できる。

最後に資産運用会社のティー・ロウ・プライス・グループ<TROW>を推奨したい。市場はモメンタム主導の状態が長く続いた。市場では上場投資信託（ETF）など時価総額加重型のインデックス投資により、少数の銘柄に投資が集中し、過大評価され、同時に優秀なアクティブ・マネジャーは注目されなくなっていた。だが、これからはアクティブ運用が効果を発揮する時代となるだろう。

ティー・ロウ・プライスのミューチュアルファンドは、過去10年間、76%の確率でベンチマークをアウトパフォームしている。質の高い商品を低い手数料で提供しようという、手数料ゼロのミューチュアルファンドのパイオニアであり、今も同社のファンドは手数料が低い傾向にある。昨年のパフォーマンスは良くなかったが、バリュエーションは魅力的で、直近12カ月の実績PERは13倍、配当利回りは4.3%だ。来年のEPSは7.74ドルが予想されている。

Q. ティー・ロウは下げ相場においてもアウトパフォームできるか。

この銘柄も中長期的な投資銘柄であり、長期的に見れば株式投資は良い投資対象だ。米国経済が拡大すればティー・ロウの株価も共に成長するし、景気後退に入ればPERと配当利回りが緩衝材としての力を発揮する。52週間の株価のレンジは93～194ドルだ。1月6日時点の株価は約112ドルであり、不安材料は織り込み済みだ。一方、アクティブ運用に対する注目度は織り込まれていない。

参考資料

Abby Joseph Cohen's Picks

Company / Ticker	Price 1/6/23
Daikin Industries / 6367.Japan	JPY20,250
Toyota Motor / 7203.Japan	JPY1,825
Signify / LIGHT.Netherlands	€33.57
Delek Group / DELKY	\$10.84
T. Rowe Price Group / TROW	112.29

Source: FactSet

（資料）

ガベリ氏の推奨銘柄



Mario Gabelli/ PHOTOGRAPH BY AARON DURALL

ガベリ氏：現在ほど多くのスポーツチームが売りに出されているのは見たことがない。昨年は米プロフットボールリーグ（NFL）のデンバー・ブロンコスが46億5000万ドルで売却された。大リーグのロサンゼルス・エンゼルスやワシントン・ナショナルズも売却が予定されている。私が紹介するリバティ・ブレイブス・グループ<BATRA>は、大リーグのアトランタ・ブレイブスとその関連不動産の出口戦略に関わる銘柄だ。

発行済み株式数は6200万株で、株価は34ドル。

メディア企業リバティ・メディアのジョン・マローン氏とグレッグ・マッフェイ氏が統括している。リバティ・ブレイブス・グループはトラッキング・ストック（特定の事業や子会社に連動する株式）だが、税務上、年内に資産担保会社としてスプリットオフ（特定の事業を分離した新会社の株式を、親会社の株式と交換する形で株主に譲渡すること）が可能になる。これにより、最終的な売却が容易になるだろう。ブレイブスの買い手は株主に1株当たり45ドルを支払うかもしれない。

次の銘柄はマディソン・スクエア・ガーデン・スポーツ（MSGスポーツ）<MSGS>だ。発行済み株式数は2430万株で、うち400万株は1株当たり10票の議決権を有する。株価は約180ドル。MSGスポーツはプロバスケットボールのニューヨーク・ニックスとプロアイスホッケーのニューヨーク・レンジャーズを所有している。フォーブス誌はニックスを61億ドル、レンジャーズを22億ドルと評価しており、その合計である80億ドルを2450万株で割ると1株当たりの価値は約300ドルになる。会長で支配株主のジェームズ・ドーラン氏が株式を売却するか不明なため、事態が複雑化しているが、私は売らないと思う。バスケットボールは世界に広がっており、MSGスポーツの事業価値は高まるだろう。

次はカジノだ。2019年のマカオのカジノ総収益（GGR）は360億ドルだったが、2020年は75億ドル、昨年は52億ドルに減少した。減少が続いている理由は、VIP客の不在、新型コロナウイルス、中国の政治などだ。中国政府はマカオのカジノライセンスを更新したばかりで、GGRは急速に回復すると予想される。

同じことはラスベガス・ストリップにも言える。ラスベガスのGGRは、2019年から2020年にかけて、66億ドルから37億ドルへ減少した。われわれは2022年のGGRを80億ドル、今年は85億ドルと予想している。全国インディアン・ゲーミング協会が運営する民族カジノも重要な要素の一つだ。2019年の民族カジノのGGRは346億ドルで、マカオとほぼ同規模だった。また、米最高裁はオンラインスポーツ賭博の解禁を認めており、今年はそれが90億ドル規模のビジネスになる可能性がある。

私は統合型リゾート運営会社ウィン・リゾーツ<WYNN>を推奨することが多い。発行済み株式数は1億1300万株で、株価は約95ドルだ。残念なことに、株価は最近10ドル上昇している。約4カ月前にティルマン・ファータット氏という起業家が60ドル台半ばで株式を買い入れたからだ。

Q：それ以前に株価が上昇していた理由は。

ガベリ氏：マカオの潜在性が評価されたためだ。ウィンは傘下に統合型リゾート運営会社のウィン・マカオ<1128.香港>を有する。さらに、ウィン・ラスベガスの他、マサチューセッツ州や中東にもカジノを所有している。ウィン・リゾートが所有するウィン・マカオの72%の持ち分は約50億ドルの価値がある。ウィン・リゾートの負債は87億ドルだ。年間9億ドルのEBITDAを創出しており、設備投資は最小限に抑えている。カジノの成長に投資するのには良い銘柄だ。

次に、シーザーズ・エンターテインメント<CZR>。発行済み株式数は2億1500万株で、株価は約43ドルだ。シーザーズはオンラインカジノサービスの加入者を獲得するために11億5000万ドルを費やした。このコストは大きかった。良いニュースは、さまざまな州でカジノの認可件数の伸びが鈍化していることだ。さらに、シーザーズの事業は良好で、経営陣も優れており、バリュエーションも悪くない。負債は約130億ドルで、今年のEBITDAは約40億ドルと予想される。顧客維持率は高い。

Q：他に興味深い分野は。

ガベリ氏：防衛をめぐる動向だ。私は極超音速ミサイルとロシアについて考えている。北朝鮮は米国本土が射程圏内の核ミサイルを保有している。日本は防衛力を強化しつつある。今年の米国の国防予算は8580億ドルになる見込みだ。私が短期的に懸念していることは、共和党が財政赤字の削減を望む一方、民主党は防衛支出に焦点を当てる公算が大きいということだ。しかし、その問題は無視して、複合企業のクレーン・ホールディングス<CR>とテキストロン<TXT>を推奨する。

クレーンの株価は約104ドル。4月に決済・マーチャンダイジング（商品計画）事業とそれ以外の事業に企業を分割する予定だ。分割前の負債は約8億ドル、年間のEPSは7.50ドルで、8ドルに増加するとみられる。分割後のマーチャンダイジング会社はクレーンNXTという名前で、4億ドルのEBITDAを創出すると推定されている。残存会社の純負債は約1億5000万ドルとなる見込みだ。クレーンNXTの分割により、残存会社はニッチ市場のリーダーとなり、大きな株主価値をもたらすだろう。

テキストロンは民間航空機業界のリーダーで、ビジネスジェットの売り上げは非常に好調だ。ヘリコプター会社のベルも保有している。ベルの民間向け部門は好業績を上げており、軍用部門も悪くない。さらに重要なこととして、米国政府は将来型長距離強襲機（FLRAA）計画に関する契約をベルと締結した。ベルのヘリコプターは現行の軍用ヘリコプターであるブラックホークの後継機となるだろう。競合のロッキード・マーチン<LMT>とボーイング<BA>は、この決定に対して再検討を求めている。われわれは2024年のEPSを4.5～5ドルと予想しており、FLRAA契約が維持されれば株価は大幅に上昇する可能性がある。現在の株価は約70ドルだ。

次にメディア株を紹介する。ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>の株価は約11ドル、時価総額は270億ドル、負債は480億ドルで、企業価値は750億ドルだ。デービッド・ザスラフCEOは人材とコンテンツについてよく理解している。どの企業も従来型テレビの未来を懸念しており、動画配信のコンテンツに投資している。ワーナーは昨年、200億ドル近くを支出した。業界全体のコンテンツ支出額は年間1250億ドルに上り、2～3年以内に1500億ドルに達する見込みだ。問題は、こうしたコンテンツの簿価をどのように償却するかということだ。ザスラフ氏は第4四半期にコンテンツを減損処理し、償却費を一切計上しなくて済むようにしようとしている。われわれは、今後3年間で再編とコスト管理によってEBITDAが押し上げられ、株価が2～3倍に上昇すると予想している。

次に、パラマウント・グローバル<PARA>だ。発行済み株式数は6億6100万株。シャリ・レッドストーン氏が持ち株会社を通じて議決権付き株式4000万株のうち3200万株を保有する。株価は約19ドル

で、高値の39ドルから下落している。パラマウントは優れたコンテンツやスポーツ番組を保有しており、事業内容は悪くない。1株当たり96セントの配当は減らすべきだと思う。また、米連邦通信委員会（FCC）の監視が弱まるように、自社で所有・運営するテレビ局のスピンオフか売却を検討し、放送ネットワークは維持すべきだろう。そうすれば、アマゾン・ドット・コム<AMZN>やアップルがパラマウントを買収しようとしても、厳しい規制には直面しないはずだ。

Q：株価が大幅に下落した理由は。

ガベリ氏：動画配信業界は競争が激しいため、パラマウントはコンテンツへの支出を増やした。コンテンツへの支出はいずれ横ばいになり、株価は大幅に上昇するだろう。パラマウントの時価総額は130億ドルで、株主価値は250億ドルだ。

話を進めよう。製造業者が中国に代わる安価な製造拠点を探しているため、メキシコ経済は好調が予想される。同時に、米国のヒスパニック系人口は約18%で、現在も増加している。これらの動向はメキシコのスペイン語放送会社グルポ・テレビサ<TV>にとって追い風だ。現在の株価は5ドル強で、時価総額は約25億ドル。グルポ・テレビサは米国最大のスペイン語番組制作会社ユニビジョンの持ち分を45%所有しており、ユニビジョンは1年以内に上場する可能性がある。来年は米大統領選があるため、民主・共和両党はヒスパニック系市場をターゲットとしたテレビ広告に多額を支出するだろう。株価が3倍に上昇することも考えられる。

Q：昨年1月もグルポ・テレビサに強気だったが、株価は50%超下落した。何が変わったのか。

ガベリ氏：昨年はメディア株が不調だった。ユニビジョンの上場も遅れた。

石油関連の銘柄は二つだ。大手石油会社と独立系生産会社の設備投資は、2014年に7100億ドルでピークに達した後、2020年に3000億ドルを下回ったが、再び増加しつつある。原油価格が1バレル当たり70〜80ドルを維持すれば、設備投資の勢いが再び盛んになり、油田開発サービス会社のSLB<SLB>とハリバートン<HAL>や、より小規模なパワートランスミッション（動力伝動装置）メーカーのツイン・ディスク<TWIN>や海洋掘削・生産機器メーカーのドリル・クイップ<DRQ>にとって追い風が続くだろう。地政学的な理由や、戦略石油備蓄を再補充する必要性により、原油価格は上昇する可能性もある。

私は昨年に続いてハリバートンとドリル・クイップを選好する。ハリバートンの株価は40ドルだ。同社は北米と世界全体の設備投資増加から恩恵を受ける。海外事業は過小評価されているが、業績に大きく貢献するだろう。キャッシュフローは負債の削減に寄与し、EPSを押し上げるはずだ。

ドリル・クイップの株価は27.66ドルだ。同社は1株当たり10ドルの現金を保有している。ドリル・クイップは海中の坑口装置や、油田の石油・ガスの流れをモニタリング・管理するためのバルブ、配管、コネクターなどを製造している。坑口装置は二酸化炭素の回収や隔離にも利用できる。

参考資料

Mario Gabelli's Picks

Company / Ticker	Price 1/6/23
Liberty Braves Group / BATRA	\$34.57
Madison Square Garden Sports / MSGS	183.67
Wynn Resorts / WYNN	93.57
Caesars Entertainment / CZR	44.11
Crane Holdings / CR	104.27
Textron / TXT	71.85
Warner Bros. Discovery / WBD	11.32
Paramount Global / PARA	19.03
Grupo Televisa / TV	5.02
Dril-Quip / DRQ	27.66
Halliburton / HAL	40.21

Source: FactSet

(資料)

プリースト氏の推奨銘柄

Q：プリースト氏の推奨銘柄は。

プリースト氏：まずは、製薬会社のロシュ・ホールディング<ROG.スイス>だ。医薬品部門が売上高の72%、利払い・税引き前利益（EBIT）の82%を占める。腫瘍の治療で世界をリードしている。診断部門は売上高の28%を占める。診断薬では世界有数の企業で、血糖値モニタリングとウィルス検査に秀でている。

バイオ後継品の脅威が弱まるにつれて、基本的な事業が力強いフリーキャッシュフローと収益性が高い医薬品を引き続き生み出している。開発パイプラインは業界の中でも有数の規模で、2022年に臨床試験で幾つかの失敗を経たことで、リスク／リワードが良好に見える。



William Priest/ PHOTOGRAPH BY AARON DURALL

2023年について、EPSを20.70スイスフランと予想する。最近の株価293.60スイスフランを踏まえると、PERは14.2倍となる。利益は、2024年と2025年に10%ずつ増加する可能性がある。

次は、昨年も推奨した防衛・航空宇宙関連機器メーカーのレイセオン・テクノロジー<RTX>だ。株価は2022年に約10%上昇した。興味深いことに、CEOは数週間前、6年分のミサイル在庫がウクライナ戦争の10カ月で使われたと述べた。航空宇宙分野は、多額の防衛支出の恩恵を受けると見込まれる。

今後数年間のキャッシュフローの成長は、民間航空機市場の成長を反映するだろう。航空旅客の増加がプラスに働くとみられる。最近自社株買いを発表したが、その後も再投資と配当による利益還元に焦点を当てている。株価は100ドル前後で、20%程度の上値余地があるとみている。

次は、半導体製造装置メーカーのASMLホールディング<ASML>だ。昔保有していて売却したが、再度推奨する。

Q：ASMLは割安ではなく、実績12カ月に基づくPERは40倍近い。

ブリスト氏：しかし、ASMLは素晴らしい企業だ。半導体の世界におけるフォトリソグラフィーの支配的なサプライヤーだ。今年のEPSは18.60ユーロと予想される。われわれは、EPSを2024年は23ユーロ、2025年は29ユーロと予想する。

次は、ブラック氏のコカ・コーラ・コンソリデーティッドに対して、私はやはり欧州／アジアのボトラーのコカ・コーラ・ユーロパシフィック・パートナーズ<CEP>を昨年に続いて推奨する。経営陣は素晴らしい。株価は年間でほぼ横ばいだった。CEPは欧州、オーストラリア／ニュージーランドおよびインドネシアをカバーする。フリーキャッシュフロー利回りは7～7.5%で、バリュエーションは魅力的だ。

私は欧州経済について楽観的ではないが、CEPの利益見通しは良好だ。EPSを、2022年は3.46ユーロ、2023年は3.49ユーロ、2024年は3.81ユーロと予想する。年間配当は1.68ドルで、配当利回りは3%弱となる。

次は、ヘルスケア企業のセンチン<CNC>だ。政府の補助金プログラムを通じて、個人向けに医療保険を提供する。粗利益に占める割合は、メディケイド（低所得者医療保険制度）が60%、メディケア（高齢者向け医療保険制度）が20%、2010年の医療保険制度改革法で創設された個人向け医療保険取引所が20%となっている。センチンは、商業向け保険に対するエクスポージャーを持たずに、個人向けの3プログラムのエクスポージャーを提供する唯一の企業だ。

政府の補助金プログラムは、1桁半ばから後半のペースで引き続き成長するとわれわれはみている。純利益率を2.6%から2024年に3.3%へ引き上げるためのコスト削減プログラムも実施している。これらに加えて自社株買いに焦点を当てた資本配分などを考慮すると、フリーキャッシュフローが年間10%台半ばのペースで増加すると見込まれる。われわれは、フリーキャッシュフローについて2023年を35億ドル、2024年を40億ドル、2025年を46億ドルと予想している。株価は78ドルで、容易に100ドルに到達し得る。

次は欧州の航空機メーカーのエアバス<AIR.フランス>だ。航空旅客はパンデミック（世界的大流行）前の水準へ戻る軌道にある。航空宇宙産業は航空機の納入機数を見ることが基本だが、見通しは狭胴機、広胴機いずれも良好だ。レッドバーンのアナリストは、エアバスがパンデミックを利用して合理化を図ったと指摘している。フルタイムとパートタイムの従業員を1万7000人レイオフしており、欧州企業としては際立っている。株価は117ユーロで、われわれの目標は145ユーロだ。

参考資料

William Priest's Picks

Company / Ticker	Price 1/6/23
Roche Holding / ROG.Switzerland	CHF293.60
Raytheon Technologies / RTX	\$102.46
ASML Holding / ASML	595.85
Coca-Cola Europacific Partners / CCEP	56.83
Centene / CNC	78.66
Airbus / AIR.France	€116.54

Source: FactSet

（資料）

By Lauren R. Rublin
(Source: Dow Jones)

2. 2022年、バロンズの選択銘柄は市場をアウトパフォーム：こちらが通信簿 [フィーチャー]

Barron's Stock Picks Beat the Market in 2022. Here's Our Report Card.
どのセクターに注目するかが成功のカギを握る

2022年は試練の年

2022年の銘柄選択は容易ではなかった。例年、巨大ハイテク企業がけん引する市場の上昇を演出してきた魔法は突然消え去った。実は、その魔法の多くは米連邦準備制度理事会（FRB）が提供していたのだが、FRBは突如、金融緩和という魔法の杖をしまいこんでしまった。金利の上昇を受け、S&P500指数は19.4%下落。2008年以来、最悪の年となった。

本誌が取り上げた銘柄の幾つかは、インフレ、高金利、サプライチェーンの停滞など、市場を沈下させたダイナミクスに屈する格好となった。しかし、本誌が選んだ強気銘柄は2022年、総じてベンチマークを上回る結果となった。本誌が取り上げた日から年末まで、選定された銘柄は4.8%下落したが、ベンチマーク指数は5.2%下落した。弱気2銘柄も予想は的中し、ベンチマークを大きく上回る下落率



Illustration by Albert Tercero

を記録した。

ただし、本誌に掲載した銘柄がすべて追跡されているわけではない。米国株式市場などの特定の記事で取り上げた銘柄は含まれていない。また、買収などの新たな展開で投資根拠が変化すると、執筆者が推奨を再考することもある。執筆者が読者に利益確定や損切りを助言した場合、選定銘柄の損益は、そうしたフォローアップが行われた日の株価で固定される。

毎年、本誌が選ぶ銘柄の中には、スピンオフや企業再編といった特別な要因に基づき、アウトパフォームするものもある。だが全体として見ると、銘柄選定が成功するか否かは、執筆者が適切なセクターや産業に着目したかどうかによって左右されることが多い。2022年はエネルギーセクターがその他を凌駕し、医薬品や農機具といった業種も好成績を上げた。

2022年の本誌ベストピックは…

パフォーマンスが最も良かったのは不動産運用会社、テキサス・パシフィック・ランド<TPL>だ。全米で最も生産性の高い石油生産地であるパーミアン盆地に88万エーカーの土地を所有し、原油・ガスの価格と生産量に応じて上昇する水圧破砕法の使用料を徴収している。原油価格が2008年以来の高値をつけた上、石油メジャーのエクソンモービル<XOM>やシェブロン<CVX>などの企業がパーミアン盆地で生産を拡大したことから、同盆地での事業が急拡大した。

この他にも、本誌で紹介したエネルギー関連銘柄はアウトパフォームした。独立系エネルギー会社エイピーエイ<APA>とノルウェーのエネルギー会社、エクイノール<EQNR>はベンチマークを20%ポイント超上回った。両社とも原油・ガス価格の高騰から恩恵を受けたほか、エクイノールはよりクリーンなエネルギーへの移行も加速させている。

世界最大のコーヒーチェーン、スターバックス<SBUX>も成功銘柄の一つだ。6月の本誌掲載以後、年末までに33%の上昇を記録した。創業者のハワード・シュルツ氏が経営に復帰したことが景気づけとなったのだが、中国が封鎖を解き、コーヒー党が再び外出するようになれば、株価の新たなカンフル剤になる公算が大きい。スターバックスは値上げを実施しており、20オンスのコーヒーが少し高くなることはお忘れなく。

Bullish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/30/22 Price	Total Return	Benchmark Return
Texas Pacific Land / TPL	3/31	\$1,450.35	\$2,344.23	64.2%	-9.9%
Starbucks / SBUX	6/24	75.20	99.20	33.4	2.1
CNH Industrial / CNHI	7/29	12.15	16.06	32.2	-5.0
Haleon / HLN	8/18	6.12	8.00	30.7	-9.6
Deere / DE	7/29	331.63	428.76	30.1	-5.0
APA / APA	9/23	37.11	46.68	26.5	2.7
Madison Square Garden Sports / MSGS	10/7	151.88	183.33	26.4	3.8
Air Products and Chemicals / APD	4/1	249.91	308.26	25.7	-14.2
Novo Nordisk / NVO	8/12	108.79	135.34	25.1	-8.1
BlackRock / BLK	6/20	582.26	708.63	23.4	5.4
Eli Lilly / LLY	8/12	301.17	365.84	22.2	-8.1
Deckers Outdoor / DECK	10/12	337.52	399.16	18.3	7.7
U-Haul Holding / UHAL (1)	9/19	51.52 (2)	60.19	16.8	2.6
Paccar / PCAR	10/21	87.57	98.97	16.7	5.1
Equinor / EQNR	3/14	32.29	35.81	15.7	-7.5
BP / BP	10/21	30.96	34.93	14.1	5.1
General Electric / GE	8/5	73.67	83.79	14.0	-6.8
Eaton / ETN	6/6	140.35	156.95	13.0	-5.6
Newmont / NEM	9/16	42.40	47.20	12.6	-1.1
nVent Electric / NVT	3/28	34.72	38.47	12.5	-9.2
Ethan Allen Interiors / ETD	2/21	24.86	26.42	12.4	-11.2
American Eagle Outfitters / AEO	8/15	12.85	13.96	8.6	-12.1
JPMorgan Chase / JPM	4/25	126.81	134.10	7.7	-9.0
Exxon Mobil / XOM	10/21	103.93	110.30	7.0	5.1
FMC / FMC	3/10	120.00	124.80	5.9	-9.0
Citizens Financial Group / CFG	5/12	38.03	39.37	5.8	-1.3
Cadre Holdings / CDRE	6/27	19.15	20.14	5.8	0.6
Wesco International / WCC	1/31	118.88	125.20	5.3	-9.3
T. Rowe Price Group / TROW	6/20	106.68	109.06	4.4	5.4
Corteva / CTVA	7/29	56.96	58.78	3.7	-5.0
Wendy's / WEN	3/21	22.26	22.63	3.6	-14.6
Graham Holdings / GHC	12/31/21	591.00	604.21	3.3	-13.1
Shell / SHEL	5/16	56.70	56.95	3.2	-3.5
Goldman Sachs Group / GS	1/24	343.91	343.38	2.5	-11.3
Visa / V	10/27	203.33	207.76	2.4	0.6
Watsco / WSO	7/8	248.06	249.40	2.4	5.3
Estee Lauder / EL	7/14	245.44	248.11	1.6	1.8
Crown Castle / CCI	11/17	135.61	135.64	1.2	-2.8
Regal Rexnord / RRX	12/12	119.85	119.98	0.4	-2.3
AbbVie / ABBV	12/2	161.63	161.61	0.0	-5.7
MetLife / MET	11/4	73.11	72.37	-0.3	3.5
Costco Wholesale / COST	12/22	462.06	456.50	-1.2	-1.0
Activision Blizzard / ATVI	7/1	77.86	76.55	-1.7	2.3
American Tower / AMT	11/17	219.15	211.86	-2.6	-2.8
Ingersoll Rand / IR	11/23	53.64	52.25	-2.6	-3.9
Volkswagen / VWAPY	9/12	14.79	12.38	-3.0	-5.1
Global Business Travel Group / GBTG	6/13	6.99	6.75	-3.4	-1.3
Mr. Cooper Group / COOP	1/24	42.13	40.13	-4.7	-10.2
T-Mobile US / TMUS	8/26	147.07	140.00	-4.8	-8.0
Illumina / ILMN	10/7	212.72	202.20	-4.9	2.9
SBA Communications / SBAC	11/17	296.02	280.31	-5.3	-2.8
Bristol Myers Squibb / BMY	5/26	77.24	71.95	-5.5	-2.5
PNC Financial Services Group / PNC	8/22	170.79	157.94	-6.6	-8.6
Fortune Brands Innovations / FBIN(3)	5/6	62.37 (4)	57.11	-7.3	-6.3
Target / TGT	9/5	164.60	149.04	-8.9	-1.6
Bunge / BG	4/6	111.89	99.77	-9.3	-14.1
ICL Group / ICL	7/29	8.95	7.31	-13.4	-1.3
Pool Corp. / POOL	9/9	353.21	302.33	-14.1	-3.6
FedEx / FDX	4/15	205.74	173.20	-14.4	-11.5
General Motors / GM	5/9	39.58	33.64	-14.6	-5.8

DuPont / DD	2/17	82.12	68.63	-14.8	-13.0
Bumble / BMBL	11/11	25.46	21.05	-17.3	-3.7
Microsoft / MSFT	1/24	296.03	239.82	-18.2	-11.3
Alcoa / AA	8/29	55.84	45.47	-18.4	-4.8
Boston Beer / SAM	2/7	419.04	329.52	-21.4	-5.9
Netflix / NFLX	3/25	375.71	294.88	-21.5	-14.0
Medtronic / MDT	2/2	103.59	77.72	-22.7	-14.2
MGM / MGM Resorts International	1/10	44.53	33.53	-24.7	-16.6
PayPal Holdings / PYPL	8/8	95.32	71.22	-25.3	-6.7
Standard Motor Products / SMP	8/2	47.38	34.80	-25.6	-5.8
Progyny / PGNY	4/15	41.95	31.15	-25.7	-11.2
Genco Shipping & Trading / GNK	5/23	22.66	15.36	-26.3	0.3
Lithia Motors / LAD	5/2	283.13	204.74	-27.3	-1.6
Amazon.com / AMZN	7/22	124.63	84.00	-32.6	-3.2
Under Armour / UAA	4/25	15.47	10.16	-34.3	-9.0
Goodyear Tire & Rubber / GT	2/28	15.51	10.15	-34.6	-12.6
Jamf Holding / JAMF	3/14	33.02	21.30	-35.5	-10.0
Walt Disney / DIS	3/25	138.96	86.88	-37.5	-14.0
Generac Holdings / GNRC	9/22	175.83	100.66	-42.8	1.8
Olaplex Holdings / OLPX	10/3	9.55	5.21	-45.4	6.2
Synaptics / SYNA	2/14	212.11	95.16	-55.2	-6.8
Proterra / PTRR	1/10	9.09	3.77	-58.5	-18.1
Angi / ANGI	1/17	8.21	2.35	-71.4	-17.4
Starry Group Holdings / STRY	4/4	7.95	0.05	-99.4	-14.8
AVERAGE:				-4.8%	-5.2%

1) Changed name from Amerco; 2) price adjusted to reflect a 10-for-1 stock split via a special dividend; 3) changed name and ticker from Fortune Brands Home & Security (FBHS); 4) price adjusted to reflect Masterbrand spinoff.

全ての銘柄がうまくいったわけではない

負け組の筆頭は、家庭用インターネットプロバイダーのスターリー・グループ・ホールディングス<STRY>だ。2022年、FRBの利上げが資本調達コストを大幅に上昇させる中で、資本調達を余儀なくされたことが打撃となった。住宅修繕サービスを提供するアンジ<ANGI>は、売上高が予想より伸び悩んだ。半導体メーカーのシナプティックス<SYNA>は、コンピューター販売の全般的な減速に屈する格好となった。

電気自動車を製造・販売するルシード・グループ<LCID>は、15万ドルの電気自動車を、欠陥を排除しつつ量産することに苦戦を強いられた。ルシードは現金が枯渇しており、潤沢な資金を持つテスラ<TSLA>、メルセデス<MBG>、BMW<BMW>、アウディ、ポルシェとの競争激化に直面していることから、株価は急落している。また、トヨタ自動車<7203>は同業他社の一部より遅れて電気自動車に軸足を移したため、追撃を迫られているところだが、株価も同様に追いつかなければならない状況だ。

Bearish Stock Picks

Company / Ticker	Publication Date	Pre-Story Price	12/30/2022 Price	Total Return	Benchmark Return
Lucid Group / LCID	11/18	\$11.46	\$6.83	-40.4%	-2.5%
Toyota Motor / TM	5/9	173.30	136.58	-20.2	-5.8
AVERAGE:				-30.3%	-4.2%

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

3. ラグジュアリー企業としてのフェラーリ株の魅力 Ferrari Is a Luxury Stock. Here's Why It Looks Like a Buy. なぜフェラーリ株は今買い時なのか

[フィーチャー]

ラグジュアリー企業としてのフェラーリ

誰しも、生涯でフェラーリ<RACE>の車を所有することはもちろん、ハンドルを握る機会すらめったにないだろう、ただ、証券口座を持っていさえすれば、誰でもこの名高いスーパーカーメーカーの株式を購入することはできる。そして、今こそ買い時だといえる。

イタリアの高級スポーツカーメーカーのフェラーリは、短期的な業績見通しが良好だ。電動車両への移行に伴い販売台数の増加も見込まれ、2023年はさらなる株価上昇が予想される。



Courtesy of Ferrari

RBCキャピタルマーケットのアナリストであるトム・ナラヤン氏は、今後フェラーリの売上高はほぼ倍増し、2030年までに主要な利益指標がほぼ3倍になると見ている。

フェラーリを運転するのと、シボレーを運転するのは異なるように、フェラーリの株を買うことは大衆車メーカーの株を買うこととは異なる。投資家は他の自動車メーカーに対するバリュエーションの大幅なプレミアムを受け入れる必要がある。

フェラーリ株を5%保有するベイリー・ギフォードのポートフォリオマネジャー、ブライアン・ラム氏は、「人々はA地点からB地点に移動するためだけにフェラーリを買うわけではない。フェラーリは自動車メーカーではなく、たまたま自動車を製造しているラグジュアリー企業だ」と指摘する。

フェラーリは大衆車メーカーよりも利益率が高く、景気循環の影響を受けにくく、高成長であることから、バリュエーションが高くなっている。フェラーリ株に対する強気派は、GM<GM>、トヨタ自動車<7203>、フォルクスワーゲン<VOW3.ドイツ>といった同業他社よりも、ファッション業界大手のLVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン<MC.フランス>、ケリング<KER.フランス>、リシュモン<CFR.スイス>、エルメス<RMS.フランス>などと同様に取引されるべきだと主張する。

フェラーリは、高級服や高級時計のメーカーのように、需要に対して意図的に過小生産し、希少価値を高めてプレミアム価格を実現している。粗利益率は、GMなどが20%以下であるのに対し、フェラーリは50%を超える。フェラーリの新車は納車までの期間が長く、世界経済の変動に敏感な大衆車メーカーよりも売り上げが安定している。

バーキンのバッグやパテックフィリップの時計と同じように、フェラーリの限定車は時間とともに価値が上がる傾向にある。ブランドロイヤリティが強く、フェラーリのオーナーの40%以上が2台以上所有しているという。資金力のある顧客と供給を上回る需要がフェラーリの価格決定力を高め、利益をインフレや景気後退の悪影響から守っている。

ベルナール・アルノー氏が率いるLVMHの予想株価収益率（PER）は約24倍、グッチとサンローランの親会社であるケリングは16倍、カルティエの親会社であるリシュモンは20倍、そしてエルメスは47倍となっている。ミラノ証券取引所に上場しているフェラーリの直近の株価は221ユーロ近辺で、来年のコンセンサス予想利益に基づくPERは約36倍だが、過去1年半も、およそ30倍から50倍の間で取引されてきた。一方、電気自動車メーカーのテスラ<TSLA>を除くほとんどの自動車メーカーは、予想PERが1桁台半ばとなっている。

長期的な期待成長率で調整したバリュエーション（PERを2030年までのEBIT＝利払い・税引前利益＝の成長率で割ったもの）は、フェラーリはエルメスやLVMHより低く、リシュモンやケリングに対してわずかに割高となっている。

プロサングエの投入

Ferrari

RACE / NYSE

\$300

250

200

150

100

50

2018

'19

'20

'21

'22

'23

Source: FactSet

このような成長予想の背景には、今後数年間に予定されているガソリン、ハイブリッド及び完全電動の幾つかの新モデル発売と、継続的な販売価格の上昇がある。フェラーリ初のスポーツ・ユーティリティ・ビークル（SUV）、プロサングエは、2023年に市場投入される予定だ。

プロサングエは、シボレー・サバーバンとは異なり、4ドア4シーターで17立方フィートのトランク容量を持つやや車高の高いスポーツカーといえる。725馬力のV型12気筒エンジンを搭載し、0～100km/hの加速タイムは3.3秒を誇る。

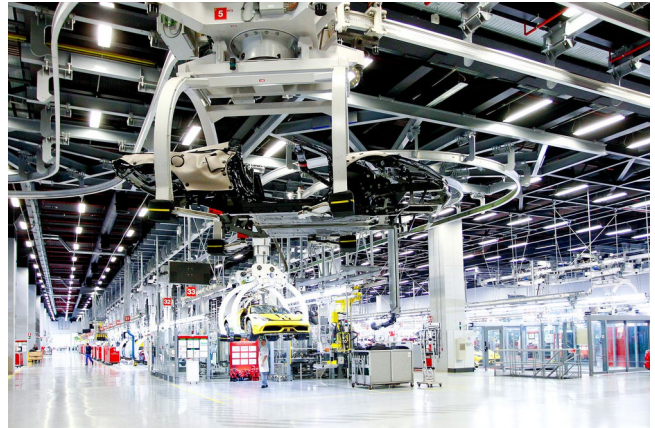
2021年に販売した8500台のうち約5000台をSUVのウルスが占めたランボルギーニなどのライバルとは異なり、フェラーリは独占性を維持し、ブランドイメージを保つために、プロサングエの生産を年間総生産台数の20%に抑えると約束している。

プロサングエは2022年秋に数週間で完売し、納車が始まるのは2023年の半ば頃と伝えられている。イタリアのマラネロにあるフェラーリの工場の最大生産能力は年間1万5000台で、これはSUVの年間販売台数が3000台以下にとどまることを示唆している。それでも26万ドルのF8トリビュートや22万5000ドルのローマと並んで、フェラーリの人気モデルの一つになる可能性はある。イタリア語で「サラブレッド」を意味するプロサングエの販売価格は42万1000ドルからとなっている。

今後の成長シナリオ

一方、2023年の平均販売価格を押し上げるのは、200万ドル以上で取引される限定版「デイトナSP3」と見られる。フェラーリは2023年にこの840馬力のスーパーカーを150台ほど生産する可能性がある。

フェラーリは受注残によって、2023年の成長がかなりの程度保証されている。アナリストのコンセンサスでは、2023年の売上高は前年比11%増の56億ユーロ、1株当たり利益（EPS）は2%増の6.11ユーロが見込まれている。



Courtesy of Ferrari

2023年以降は電気自動車への移行が見込まれ、他の自動車メーカー同様に変化の原動力となっている。フェラーリはマラネロで電気自動車専用の生産ラインを新設し、2025年に初の完全電動化モデルの生産を目指している。プロサングエと同様、このモデルも大きな期待を集めており、さらなる株価上昇を支えている。

ナラヤン氏の予想モデルでは、フェラーリは2022年の約1万3000台から2030年には2万台を生産する見通し。2030年には内燃機関車種が20%、ハイブリッド車種が40%、完全電動モデルが40%というラインアップを目標としている。

ナラヤン氏はまた、2030年までに売上高はほぼ倍増の88億ユーロ、EBITは2022年々の12億ユーロから33億ユーロに達すると予想。フェラーリ株を「買い」推奨と評価した。ミラノ証券取引所上場株の目標株価は265ユーロとおおよそ20%の上昇を見込み、「販売台数に加え、価格決定力という二重の武器がある。だから、フェラーリの成長シナリオは実に説得力がある」と述べている。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

4. 株式市場と債券市場が発するメッセージが異なる Stocks and Bonds Are Sending Different Messages. One Is Wrong. 債券市場の悲観的な見通しのほうがありそう

[米国株式市場]

株式市場はソフトランディングを織り込む



Angela Weiss/AFP/Getty Images

2023年の株式市場は現時点で、経済がソフトランディングするとの見方を織り込んでいる。一方、債券市場は不況が近くに迫っているような取引となっている。正しいのは一つだけだ。

先週の主要株価指数の動きをみると、何がソフトランディングだという声が聞こえてきそう。ダウ工業株30種平均は2.7%安の3万3375ドル49セント、S&P500指数は0.7%安の3972.61で引けた。しかし、S&P500指数は年初以降、まだ3.5%上昇した水準にあり、先週0.6%高の1万1140.44となったナスダック総合指数は、1月

以降の上昇率が6.4%と、さらに目覚ましい上昇を示している。小型株のラッセル2000指数は先週1.0%下落して、1867.34で週末を迎えた。

水面下では、ソフトランディングを織り込む動きがさらに顕著になっていた。S&P500指数のコミュニケーション・サービスセクターと一般消費財・サービスセクターは市場全体を圧倒しており、それぞれ年初来で少なくとも5%上昇している。

一方、ディフェンシブな生活必需品、公益事業およびヘルスケアの各セクターは2%超の下落となっている。もし株式投資家が景気後退を懸念しているのなら、電力やトイレットペーパー、およびシリアルを販売する企業の株価は、裁量的な支出に頼る部分が大きなリスクの高い企業の株価よりも好調であるはずだが、そうっていない。

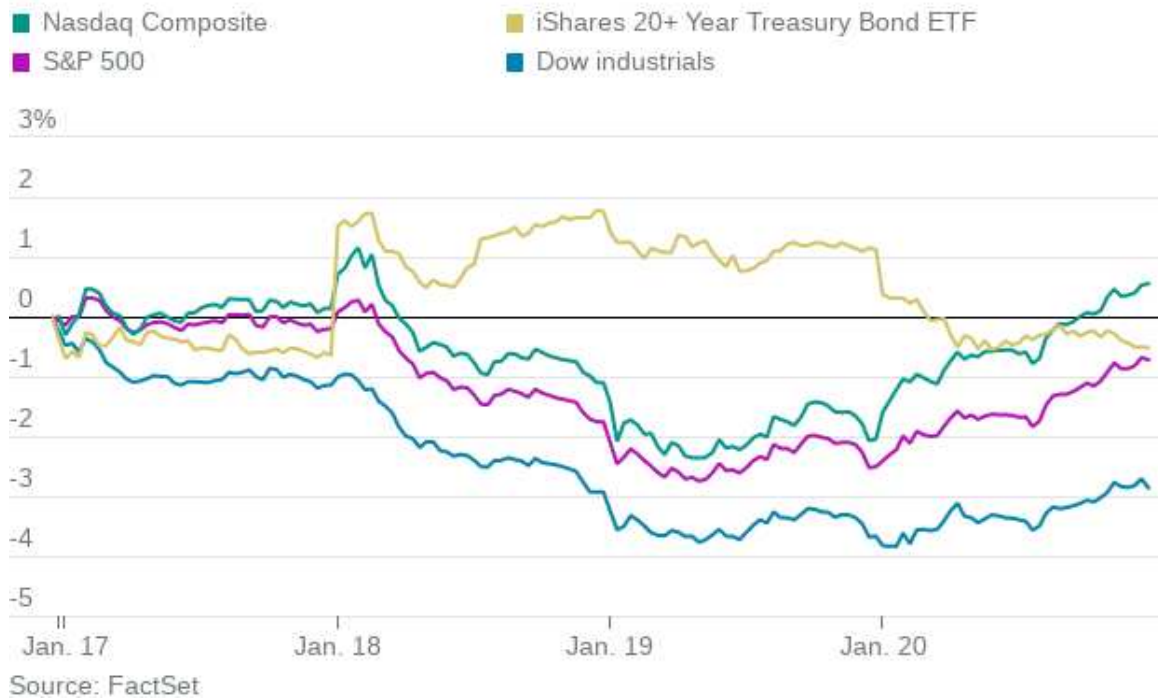
政策の助けはなく、ソフトランディングの可能性は低い

しかし、ソフトランディングに賭けるのは早計だ。米連邦準備制度理事会（FRB）の政策は、ミルトン・フリードマンの言葉を借りれば、長い時間とさまざまな遅れを伴って動くことで知られているからだ。今回の利上げサイクルは、まだ始まって12カ月も経っていない。

早くから金利上昇の影響が見られた住宅セクターは別として、金利上昇は今になって経済全般に影響を及ぼしており、12月にはサプライ管理協会（ISM）のサービス業と製造業の購買担当者指数が、ともに経済の縮小を示す領域に落ち込んだ。

米国みずほ証券のチーフエコノミスト、スティーブン・リッキート氏は、「過去数カ月の市場の値動きから判断すると、エンジニアも車掌もまだ乗っていないのに、ソフトランディングの列車の到着をすでに待ちきれなくなっているようなコンセンサスになっている」と指摘している。

Market Snapshot



また、どのような痛みが来ようとも、投資家は財政からの大盤振る舞いを当てにすることはできない。債務上限問題がどう解決されるかにもよるが、財政政策は景気浮揚策というよりも、むしろ足かせになる可能性が高い。普段はハト派的なブレイナードFRB副議長が政策金利をしばらく高い状態にしておく見通しだと繰り返し述べていたことから示されるように、FRBも景気後退の兆しが見えたからといってすぐに経済に介入する意思はない。19日にブレイナード副議長は「私たちは現在の方針を維持すると決めている」と述べた。

業績見通しの悪化に注意

こうした状況を背景に、米国債の上場投資信託（ETF）であるiシェアーズ20年超米国債ETF<TLT>は今年6.7%上昇しており、不況が回避できると過信している株式投資家に対する警告のように見える。フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズの最高投資責任者（CIO）であるワイリー・トレット氏は、「債券市場は正しく、株式市場は少し楽観的すぎると思う」と話す。

ただし、2022年第4四半期の決算発表を通じて投資家が現実を直視すれば、楽観論は悲観論に変わるかもしれない。現時点までの結果はまちまちで、トレット氏は、今年残りの期間の業績見通しは下がり続け、第1四半期には実際の利益が減益に転じるとみている。また、S&P500指数が特別に割安というわけでもない。トレット氏は、S&P500指数の予想株価収益率（PER）は現在17.1倍で、10月半ばから2倍分割高になったと指摘する。業績が悪化すれば、債券市場の悲観的な見通しに近づく形で株式が売られる可能性がある。

人生の明るい面を見るのがいつも割に合うものだとは限らない。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

5. 金相場が堅調、投資家が注視すべき理由

Gold's Awakening May Make Investors Sleep Less Soundly
背景を理解し、その示唆を検証する

[コラム]

金相場が株式をアウトパフォーム



David Gray/Bloomberg

金は眠っているのか。いや、そうではない。金はこの3カ月で目覚め、10月中旬の安値以降、静かに株をアウトパフォームしている。

これは、ブレトンウッズ体制が終了して以来、半世紀で初めてのことで、これを指摘したのは、クリス・ベローン氏が率いるストラテガス・リサーチ・パートナーズのテクニカル・マクロ・リサーチチームだ。ストラテガスのメンバーは、1月18日の顧客向けのノートで、株式が底値を記録した昨年10月12日以降、金は14.6%上昇し、S&P500指数の11.8%をアウトパフ

ォームしたと指摘している。

さらにストラテガスは、これは金がある種のマーケットリーダーであることを示唆していると分析する。さらに、ダン・クリフトン氏が率いるストラテガス・ワシントンの政策担当者は、金にとってプラスとなる数々の政策展開を指摘している。

しかし、金に対するセンチメントは今一つで、ネガティブでさえある。ネガティブな前兆として、ポール・クルーグマン氏は、ニューヨークタイムズ紙の購読者向けニュースレターで最近の金の復活を、普通の石をペットに見立てたおもちゃ「ペットロック」が飽きられた経緯になぞらえ、暗号資産（仮想通貨）に対する反感に起因するとした。

マイケル・ハートネット氏が率いるバンクオブアメリカのストラテジストは、暗号資産は2021年後半のピークから急落しているものの、年明け以降29.2%上昇しており、株式の4.7%を上回っていると1月20日に発表したリサーチレポートに書いている。明らかに、暗号資産の信奉者の一部は暗号資産を見捨てたわけではない。

ダウ・ジョーンズの統計トラッカーによると、金が5週連続で、また過去12週のうち10週で上昇している理由はそれだけでは説明できない。金のスポット価格は1月20日にコメックスにおいて1オンス当たり1926.40ドルで取引され、昨年4月以来の高値となったが、2020年8月6日に記録した2051.50ドルをまだ6.1%下回っている。

ベローン氏のチームによると、驚くべきことに、底打ちしたS&P500指数が、金にアウトパフォームされるのは過去50年で初めてだという。2020年3月の安値からの3カ月間、株式の上昇率は36.3%と、金の13.2%を上回った。2018年12月の安値からの上昇率は株式の20.6%に対し、金は2.1%と、ここでも株式が優位だった。最もパフォーマンスの開きが小さかったのは1990年10月の底打ち局面で、3カ月の上昇率は株式の6.2%に対し、金は1.7%だった。

■ 堅調な金相場の背景にあるもの

金の新たな輝きは、単なる偶然ではないようだ。クリフトン氏によると、同僚のコートニー・ローゼンバーガー氏はストラテガスのアナリストからこの2〜3週間、入社してからの8年間よりも金について多くの話を聞いたという。

クリフトン氏は、この背景には大きな政治的課題と政策転換があるという。その筆頭は、議会で債務上限をめぐる争いが長期化することだ。そしてそれに続くのが、米連邦準備制度理事会（FRB）の量的引き締めを相殺する「大量の流動性の供給」が行われることだ。さらにクリフトン氏は、多くのFRB高官がインフレと利上げの見通しを下方修正したことを指摘する。CMEグループのフェドウォッチサイトによると、フェデラルファンド（FF）金利先物市場は、2月1日の米連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利の引き上げ幅が0.50%ではなく、0.25%にとどまる確率を99.2%と示唆している。現在、FF金利のレンジは4.25〜4.5%だ。

世界的な要因もまた、金を押し上げている。クリフトン氏は、サウジアラビアが石油取引をドル以外の通貨で決済する用意があると発言したことに注目し、石油取引におけるドルの卓越した役割は確かなものではなくなっていると指摘する。最後に、ロシア・ウクライナ戦争も依然としてリスク要因だ。モスクワは核兵器を使用すると言いつけている。

■ 金相場が示唆するもの

結局のところ、クリフトン氏は金を、インフレ率に対して金融政策が緩すぎるのか、それとも厳しすぎるのかを示すバロメーターとしてとらえている。2022年前半はインフレ率が上昇しても、FRBが金融政策を引き締めるという予想から金は下落した（これは正しかった）。クリフトン氏は、インフレが減速している今、金が上昇し始めているのは、市場がFRBの金融政策が緩和され、もしかしたらもっとインフレが進むかもしれないと予想している証拠だと結論付けている。

FF金利先物は、3月にもう一度0.25%引き上げられて4.75〜5%でピークを迎え、その後11月と12月に0.25%の引き下げを示唆している。これに対して、12月に発表された最新のFRBの予測では、2023年末のFF金利のピークは中央値で5.1%になるとされている。債券利回りが急落し、指標となる10年物米国債が昨年10月の4.25%から1月20日には3.48%まで低下したことも、今年後半からの利下げ観測と整合的だ。

金が株式に対してアウトパフォームしていることは、金がインフレ継続のメッセージを同時に発していることを踏まえると、FRBの金融緩和が株式の強気派が期待するほどではないことを示唆している。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

6. 初参加のダボス会議、収穫は経営者との意見交換

[投資戦略]

A Davos First-Timer on What 4 CEOs Told Us

ボルグワーナー、サーモフィッシャー、ブラックストーン、ナスダックCEOとの対談

ダボス会議に批判的だった筆者が支持派に転向？



World Economic Forum/Manuel Lopez

スイスのダボスで先週開催された世界経済フォーラムの年次総会で、リーダーたちの主な関心事は、厳しい環境の中で安定を見出すことだった。経済的な話ではなく、このスキーリゾート地にドレスシューズで来てしまった初心者は、氷がちゃんと除去されていないトーベルミュール通りで思い切り滑る危険があるのだ。

3年前、筆者はこのコラムで、ダボス会議に行くほど偉くない自分を含めた者たちのために、マサチューセッツ州のバターナッツスキー場で代わりの経済フォーラムを開催しようと提案し

た。1月のアルプスにジェット機で集結したエリートたちが平等と地球温暖化について話し合う、というダボス会議のあり方に皮肉の一つも述べたかもしれない。でも、今年はバロンズから派遣されたから、というだけではなく、その発言を撤回することにする。

企業との対談では、事業環境や成長戦略、投資における善行主義の進展など、実のある話がたくさんあった。本誌のイベントでは、プライベート・エクイティの最高経営責任者（CEO）が、運用する不動産ファンドに対するわれわれの批判的な記事にコメントした。別のCEOは、社会貢献投資におけるスコアリングに対する懐疑的な見方を収益機会に変えてきた実績を紹介した。

ボルグワーナーはEV事業の今後に期待

自動車部品メーカーのボルグワーナー＜BWA＞のフレデリック・リサルドCEOは、ガソリンやディーゼルに関連する燃料噴射装置などのシステムを販売する新会社のスピンオフ計画について話した。残った会社はボルグワーナーの社名を維持し、電気自動車（EV）用のシステムや、燃料バーナー用のドライブレインへの集中度を高めることとなり、そのノウハウはバッテリー推進にも応用できるという。

リサルド氏は、ボルグワーナーが多くのEV企業と同様、売上高の40～50%を研究開発に費やしていることを指摘し、「利益を出すのは大変だ」と語る。しかし、リサルド氏によると2030年までにEV関連製品は売上高の45%をもたらすようになり、今後の収益性が期待できる状況だという。ウォール街では、今後5年間で同社の1株当たり利益（EPS）が倍増すると予想されている。現在の株価収益率（PER）は約9倍となっている。

■ 医薬分野で存在感を増すサーモフィッシャー

次の相手は、科学機器メーカーのサーモフィッシャーサイエンティフィック<TMO>のマーク・キャスパーCEOだった。キャスパー氏の2009年の就任以来、株価は1200%近く上昇し、時価総額はウォルト・ディズニーやマクドナルドを上回る2300億ドルに達している。さらに、キャスパー氏のおかげで、質量分析計とは何かをもう少しで理解することができた。質量分析計とは、物の中に何が含まれているのかを非常に細かく調べるため機器らしく、食品や医薬品業界で役立つと思われる。

サーモの新しい質量分析計は、医療研究におけるタンパク質検査の時間を短縮でき、価格は約100万ドルと、同社が扱う製品の大半の価格帯を上回っている。またサーモは2021年末、臨床研究サービス企業のPPDを174億ドルで買収した。キャスパー氏は、今後10年は生命科学の黄金時代であり、サーモは医薬品試験において重要な役割を果たすことができるとして、「時間の短縮が大きな焦点となっている。それから、一つの薬が何十万ドルもするようなことがないように、技術に投資してコストを削減することが大切だ」と語る。

■ ブラックストーンの不動産投資戦略

プライベート・エクイティのブラックストーン<BX>の共同創業者であるスティーブン・シュワルツマン氏は本誌に対し、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）で家計の貯蓄が膨らんだが、現在消費者はその半分ほどを使ったところで、米連邦準備制度理事会（FRB）は当面の間、金利を高水準に維持するつもりであると指摘した。シュワルツマン氏は、「FRBはそうすることで、消費者が貯蓄を使い果たしたときに何が起こるのかを見たいのだと思う。金利上昇の効果が完全に経済に及んだときに押し目があるはずだ」と述べた。

本誌は6年前、ブラックストーンの株価が29ドルだったところに買い時と評価した。株価は2021年終盤に150ドル付近でピークを迎えた後、投資全般の低迷と非上場のブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト（BREIT）からの資金流出を背景に、直近で84ドルまで下落している。2022年にはBREITが利益を計上する一方、上場REITは下落した。本誌は8月に、上場REITを選ぶべき時だと指摘している。その後、BREITの償還が増加し、償還に上限が設けられた。今月にはカリフォルニア大学が40億ドルを出資している。

BREITは2017年の設定以来、12.5%の年間リターンを記録している。昨年のリターンは8.4%だった。シュワルツマン氏は、これはブラックストーンが倉庫やマンションなどの好調な分野を重視し、オフィスなど低調な物件へのエクスポージャーを抑えたことから、キャッシュフローが13%増加したためだと指摘する。また、このファンドはポートフォリオの90%を6年以上の期間でヘッジしているため、「金利が上昇すると、他の種類の不動産が打撃を受ける一方、われわれのファンドはますます儲かることになる」と述べた。

■ ナスダックはデータ活用とESGに活路

証券取引所の運営企業ナスダック<NDAQ>の株価は、2017年のアデナ・フリードマンCEOの就任以来、米国株式市場全体の2倍を超える202%の上昇率を記録している。（フリードマン氏は先月取締役会長に就任した。）成功の鍵は、SaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）といったシリコンバレーでよく聞かれるような用語の活用にある。現在ではナスダックの売上高の4分の3ほどが、マーケッ

トプレイス関連技術やデータ分析といった経常的な収益源からもたらされている。

フリードマン氏は、金融犯罪に対抗する新しいツールが重要な成長要因になると考えている。フリードマン氏によれば、金融システムにおける資金洗浄は年間4兆ドルに上ると推計されるが、検出されるのはその1%にすぎないという。また、環境・社会・ガバナンス（ESG）関連データの活用も重要な課題だ。「企業は多数の投資家や指標メーカーや格付け機関から情報の提供を求められているが、そのどれもが標準化されていない」と述べる。そこで、ナスダックは拡充を進めているSaaSツールを通してESG報告の管理を支援している。

私は19日に帰国した。空港職員に「なぜスイスにいらしたのですか」と聞かれたので、「ダボス会議です」と答えると、彼女は眉をひそめ「世界のあらゆる問題を解決したのですか?」と言った。「いや、それには20日までかかるけれど、部屋代が高過ぎたんだ」と答えた。笑ってはもらえなかったが、セキュリティーチェックを強化されることもなかったので、受けは悪くなかったと思うことにしている。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. FRBと市場で賃金とインフレに関する見方が大きく乖離（かいり）

[経済政策]

The Fed and the Markets Disagree on Wages and Inflation
見誤ればハードランディング・リスクが高まる

広がる溝



Mario Tama/Getty Images

1月18日に発表された米経済指標が意味するところは明らかであると思われた。小売売上高の落ち込みは消費者需要の減少を、卸売物価指数（PPI）の低下はさらなるインフレの緩和が視野に入ったことを示唆した。米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め策が奏効していることを示すデータと受け止め、株式市場は当初反発した。

しかし、FRB高官は異なったトーンのメッセージを発した。景気減速を示す兆候があふれているにもかかわらず、クリーブランド連銀のメス

ター総裁は「まだまだ不十分である」と述べ、今後数カ月にわたって利上げを実施するという公約を堅持する姿勢を示した。これを受け、S&P500指数とダウ工業株30種平均（NYダウ）は下落した。

恐らくこれは、金融政策が今後進むべき方向性についてウォール街とFRBとの間で溝が広がりつつあることを、これまでで最も顕著に示すエピソードだ。市場はこの数カ月インフレが鈍化するのを見て、引き締め策を継続すればほぼ確実にリセッション（景気後退）に陥ると懸念し、FRBの方針転換を心待ちにしてきた。一方、FRBにとっては、これまでのところインフレ率は予想通りに鈍化しているにすぎず、金利が5%を超える水準までさらなる引き上げが必要であると予測している。

米国KPMGのチーフエコノミスト、ダイアン・スウォンク氏は「金融市場は『まだ寒くはないが、肌寒い』、FRBは『微温にすらなっていない』という。どちらもインフレについて語りながら、話が全くかみ合っていない」と語る。

賃金動向の重視

労働市場の逼迫（ひっばく）が続き、賃金が堅調に上昇を続ける限り、両者の溝は埋まらず、さらに深まる可能性さえある。インフレ率が明らかに頭打ちとなり、景気も一部で減速し始めたことが市場の楽観的な見方を支えているが、FRBは住宅以外のコアサービスセクターの物価上昇率も確実に低下することを重視しており、それまでは引き締め策の効果に満足しないだろう。

FRBは、財の価格が下落し、住居費の伸びが鈍化しても、これらの「スーパーコア」サービスにおける価格上昇圧力が持続すれば、インフレ率はFRBが目標とする2%を大幅に上回る水準で底を打つことになる懸念している。そして、労働コストがサービス価格に与える影響の大きさから、FRBはそうした懸念が現実化しつつあるかを判断する尺度として賃金の動向に注目している。

市場関係者の一部はそうしたアプローチに疑問を呈し、賃金は新型コロナウイルスによる価格ショックで押し上げられたのであり、FRBが失業率を押し上げなくても自然に解決すると主張する。さらに、12月の雇用統計で平均時給の伸びが鈍化したこと、景気が全般的に減速しつつあることを受け、労働市場の逼迫は緩和されつつあるという見方もある。

楽観は逆効果

FRBは納得していない。インフレ対策の進捗に関する他の兆候は、労働市場の需給が均衡するまではうわべだけの進捗にすぎない。投資銀行ジェフリーズのチーフファイナンシャルエコノミスト、アニータ・マルコウスカ氏は「それがインフレに関するジグソーパズルで欠けているピースだ」と指摘する。

FRBが賃金を重視していることを市場が軽視し続ければ、それだけFRBの目標達成は困難となる。この点についてFRBは、金融政策を転換することによって金融市場で「不適切な緩和」が生じるようなことがあれば、今後の道筋は困難なものになると、FRBの基準からすればかなり率直に警告している。経済指標の悪化が、利上げの終了が間近であるという幅広い期待によって株式相場の反発を引き起こすのであれば、それがさらなる引き締め策につながり、ハードランディングのリスクが高まるといふ、逆の結果を招く可能性がある。

スウォンク氏は「今FRBは金融市場をあまり先走りさせるわけにはいかない」、そうなれば景気の反転が時期尚早となる可能性が高まるが「FRBは歴史の教訓から、そうしたリスクは取りたがらない」と語る。「FRBとは戦うな」という古い戒めには今でも正しい響きがあるが、今回は、FRBの方針を見誤ると、誰にとってもさらに悪い結果を招くリスクがある。

By Megan Cassella
(Source: Dow Jones)

8. それでもハイテク企業に投資する理由とは？ Here's Why the Founder of Thoma Bravo Is Still Buying. 大手PEファーム、トーマ・ブラボーの創業者に聞く

[ハイテク]

バイアウト市場が停滞する中で投資資金を調達



Thoma Bravo

自分が買いたいすべての商品の値段が突然30%安くなったとする。最高の買い物ができるだろう。

こうした状況に直面しているのが、1200億ドルを超える資産を有する大手プライベートエクイティ（PE）ファーム、トーマ・ブラボーだ。過去20年以上にわたり、エンタープライズソフトウェア企業を中心に420社超のハイテク企業に投資してきた。現在は70社を超える企業に出資しており、さらに投資活動を加速させようとしている。

トーマ・ブラボーは2022年12月に新規に324億ドルの資金を調達した。これには、過去に組成された中で最大の規模を持つハイテクバイアウトファンドであるトーマ・ブラボー・ファンドXVの243億ドルが含まれる。手元資金は潤沢だ。

2022年は新規株式公開（IPO）市場が事実上閉鎖されていた。景気への懸念が高まり、規制当局の監視が強化される中、戦略的買収者は慎重姿勢に転じた。しかも金利の急騰がバイアウト市場を減速させた。

例外がトーマ・ブラボーだった。同社は2022年の初め以来、単独または他の投資家と共同でハイテク企業を買収し、買収計画を発表してきた。

本誌は先週、トーマ・ブラボーの共同創業者であるオーランド・ブラボー氏にインタビューした。以下、そのハイライトを紹介する。

投資先企業のEBITDAマージンを40%以上に引き上げる

本誌：トーマ・ブラボーほど数多くのハイテク企業のバイアウトを実行したPEファームは他にない。優位性は何か。

ブラボー氏：当社には創造的なイノベーターを素晴らしいキャッシュフロー創出企業に変える能力がある。当社が非公開化する企業は大半が素晴らしい企業だが、通常は利益が出ていない。投資した金額を回収して利益を出すには、利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）マージンを40%以上にしなければならない。

Q：EBITDAマージンを引き上げるためにコストを削減しているのか。

A：その通り。企業が急成長して人員を維持し黒字化できることもある。だが、ほぼ確実に景気後退に

直面している現在のような環境では、コスト削減が役に立つ。

Q：株価が下落する中、アプローチに変化はあったか。

A：買収すべき企業はまだまだたくさんある。大規模な資金調達を行ったことで当社の機会は数倍に増えた。

Q：企業を買収してから売却するまでの期間はどれくらいか。

A：4年か5年を目安にしているが、平均保有期間は3.3年と短くなっている。当社が経営陣を入れ替えずにどうやって利益率をゼロから40%に引き上げるのかとよく尋ねられるが、それが私たちの秘伝のソースだ。非常に短期間で変化を起こすことができる。

見通しは予想以上に改善している

Q：投資先の企業は見通しについてどのように説明しているのか。

A：見通しは以前ほど悪くない。第2四半期は購買担当者景気指数（PMI）が大幅に低下し、第3四半期も軟調だったが、第4四半期は懸念に反してかなり堅調だった。金融危機や新型コロナウイルス感染症勃発直後の2020年第1および第2四半期ほど悪くはない。

Q：エグジットの面では何が起きているのか。

A：現時点で進行中の売却案件は多くない。去年は、クラウドベースのテストソリューションを提供するベラコードの持ち分の大半をTAアソシエイツに売却し、教育ソフトウェア会社のフロントラインをローパー・テクノロジーズ<ROP>に売却した。また、プロセス自動化ソフトウェアを提供するコファックスをクリアレイク・キャピタルとTAアソシエイツに売却した。だが、この6カ月間に成立した売却案件はない。

Q：ソフトウェアIPO市場はすぐに再開されると思うか。

A：20%のペースで成長するソフトウェア会社は年間経常収益（ARR）の5倍で評価されている。ベンチャーキャピタルの支援を受けた企業がこうした過去2～3回の資金調達ラウンドよりも低い水準で上場したがるかどうかは分からない。もう一つの問題は、投資家が価値の80%を失ったような企業への投資を望むのかどうかだ。投資家は利益率が高く、価格が妥当で、成長率が高い企業に投資したいと考えるからだ。

Q：暗号資産交換業大手のFTXへの投資についてどのように考えているのか。

A：この投資は明らかに過ちだった。当社はグロースファンドの投資家に対して個人的に謝罪した。投資額は1億ドルとさほど大きくなかったが、重大で恥ずかしい判断ミスだった。私はFTXの問題が発覚する前から暗号資産にはこれ以上投資しないと話していた。暗号資産におけるビジネス慣行が好きでなかったからだ。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

9. ディズニー：配当復活への道のりは遠く Why Disney's Dividend Magic Isn't Coming Back Soon 復調の兆しのレジャー関連株と迷走続くディズニー

[インカム投資]

無配当続くディズニー



Kiyoshi Ota/Bloomberg

パンデミック（世界的大流行）時に配当を見送った多くの企業が、配当を復活させた。しかし、ウォルト・ディズニー<DIS>はその中に入っていない。投資家は、ディズニーの配当の復活はすぐにはないと思った方がよいだろう。

さまざまな経営上の圧力に直面するディズニーは、現時点では配当を見送るもようである。2020年に配当を停止するまでのディズニーの配当利回りは1.7%と、決して高利回り銘柄ではなかったが、配当復活の見合わせによって、買収ラッシュで多額の負債を抱えたバランスシートの

悪化が浮き彫りになった。フリーキャッシュフローの回復は見込めても、その一部を株主に還元できるようになるまでには、まだ何年もかかるかもしれない。

著名な投資家で、トライアン・パートナーズの代表であるネルソン・ペルツ氏は、「ディズニーは支出を大幅に抑えるべきだ」と話す。9億ドルのディズニー株を保有するトライアンは、ディズニーへの取締役派遣を求めるとともに、コーポレート・ガバナンスの問題を解決し、財務内容を改善するように要求している。現時点でディズニーに配当を再開せよと言っているわけではないが、2025年までの復配を望んでいる。

復活の鍵はフリーキャッシュフロー

トライアンのパートナーでありシニアアナリストのライアン・バンチ氏は、本誌のインタビューに対し、「事業のキャッシュフローを改善し、優先させることで、成長戦略のための資金調達や合理的な債務返済、配当の復活など、さまざまなことが可能になる」との見解を示した。

ディズニーはコメントを避けた。ディズニーは証券取引委員会（SEC）に提出した1月17日付の届出書の中で、ペルツ氏は「ディズニーのビジネスを理解していない」と批判。「一時的な配当停止」について、パンデミックが原因だと説明した。

最高財務責任者（CFO）のクリスティン・マッカーシー氏は昨年5月、投資家向けカンファレンスの席で、「株主に資本を還元するときは最優先とする」と述べ、配当を第一に考えていることを明らかにした。しかし、ディズニーの配当は、悪化したバランスシートの犠牲になっているように見える。

Missing Dividends

These eight S&P 500 companies haven't restored their dividends after suspending them early in the pandemic in 2020.

Company / Ticker	Recent Price	1-Year Return	Market Value (bil)
Alaska Air Group / ALK	\$49.31	-10.3%	\$6.4
American Airlines Group / AAL	16.64	-7.0	11.1
Boeing / BA	209.41	-6.9	126.0
Delta Air Lines / DAL	38.38	-2.9	24.5
Expedia Group / EXPE	103.87	-41.5	16.6
Las Vegas Sands / LVS	54.38	26.2	41.6
Royal Caribbean Group / RCL	62.22	-24.4	15.9
Walt Disney / DIS	99.04	-35.0	182.2

Note: data as of Jan. 18.

Source: FactSet

積極的買収戦略が裏目に

最近復帰したボブ・アイガー最高経営責任者（CEO）の下、ディズニーは買収に多額の費用を投じてきた。2019年には、713億ドルを投じて、大手メディア・エンターテインメントの21世紀フォックス<FOXA>のエンターテインメント資産を買収した。その前には、アニメーション制作会社のピクサー、エンターテインメント企業マーベル・エンターテインメント、ジョージ・ルーカスが設立した映像製作会社ルーカスフィルムなどに150億ドル以上を投じている。

フォックスの買収によって、ディズニーの負債は膨れ上がった。昨年10月時点の借入金は、453億ドルに達した。対前年比で見ると少し減ったとはいえ、フォックス買収前の171億ドル、パンデミック直前の380億ドルと比べても、まだまだ山のような金額である。

ディズニーのフリーキャッシュフローが持ちこたえていれば、負債も問題にはならなかっただろう。しかし、コロナ禍による被害は大きく、回復は遅々としている。ディズニーの2022年9月期におけるフリーキャッシュフローは、2020年度の36億ドルから減少して10億ドルとなり、2018年のパンデミック前の約90億ドルを大きく下回った。

分かれる評価。新たな懸念材料も

ディズニー担当の複数のアナリストは、本誌に対し、問題は、ディズニーが配当を復活させるかどうかではなく、いつ復活させるかだと語った。モーニングスターのシニア・エクイティ・アナリスト、ニール・マッカー氏は、ディズニーの配当復活は、21世紀フォックスの買収に伴う負債を圧縮し、ストリーミング事業が「少なくとも収支均衡」になった時になると見る。ディズニーは、1億6400万人以上のストリーミングサービスの加入者を獲得しているが、2022年度第4四半期には15億ドルの損失を出している。

ディズニーの株式と配当についての強気のシナリオは、負債が減少し、フリーキャッシュフローがテーマパーク、クルーズ船、その他の部門からの売り上げ増で回復する、というものである。ウォール街は、2025年度には負債が395億ドルにまで減少すると見る。

ビーオブエー・セキュリティーズのシニアアナリストのジェシカ・リーフ・エーリック氏は、ディズニーのフリーキャッシュフローは今年度は30億ドル近く、2024年には約60億ドルに達すると予想している。理論上は、約18億ドルの費用で、最低でも1株当たり1ドル、配当利回り1%の配当を支えることができる。

エーリック氏は、「支出のピークは過ぎ、これから売上高が伸びていくだろう。個人投資家はまちがいに配当に注目している」し、一部の機関投資家も注目していると話す。また、配当の復活は、ディズニー経営陣にとっても「最優先事項」だと言う。エーリック氏は、株価が直近の99ドルから、来年には115ドルまで上がるだろうと予想する。

ここで一つ懸念されるのは、もう一つの大型買収の可能性だ。オンライン動画配信サービスを手掛けるフルーである。ディズニーはフルー株の3分の2を所有し、ストリーミングサービスの運営権を握っているが、残りの3分の1は、ケーブルテレビ情報通信の大手企業コムキャスト<CMCSA>が所有している。コムキャストの持ち株総額を、市場では約90億ドルと見ているが、ディズニーが買い取りオプションを行使できる来年、変わる可能性がある。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

How Climate and Energy Crises Are Giving New Life to Nuclear Power

気候危機とエネルギー危機で原子力発電に追い風

安定した低炭素の発電源として増強する国も



Illustration by Elias Stein

原子力関連銘柄が上昇している。核燃料用ウランを生産する鉱山会社カメコ<CCJ>はここひと月で17%、セントラス・エナジー<LEU>は16%、それぞれ上昇。また同時期に、小型原子炉製造のニュースケール・パワー<SMR>は7.8%、ウランを生産する採鉱会社BHPグループ<BHP>は14%、それぞれ上がった。

この動きは株価だけではない。米映画監督のオリバー・ストーン氏は自身が手がけたドキュメンタリー映画『ニュークリア』をダボスで上映

した。ストーン氏は、原子力発電こそが気候問題の解決策だとし、原子力に反対する一部の環境活動家を批判した。

他国でも変化が見られる。韓国は先日、2030年までに原子力が発電に占める割合を24%にするとした従来の予想を32%にまで引き上げた。これは韓国の尹大統領の選挙公約に沿ったものだ。

また中国は、オックスフォードエネルギー研究所の報告書によると、2030年までに世界最大の原子炉保有国となる。

エネルギーの19%を原子力に頼る米国の原子炉の大半は、1970年から1990年に建設されたものだ。2017年以来6カ所の発電所が閉鎖されており、2025年までにさらに3カ所の閉鎖が計画されている。

一方で、バイデン大統領のインフラ法とインフレ抑制法は、原子力発電の稼働継続や、より小型でフレキシブルな原子炉へ補助金を出す等、原子力発電を支援するものとなっている。ビル・ゲイツ氏が創業した次世代原子炉の研究・開発を行うテラパワーは、ワイオミング州で石炭火力発電所に替わる原子力発電所を建設中だ。ジョージア州では今年2基の原子炉が稼働開始の予定。米国では2016年以来初めてのこととなる。

福島第一原子力発電所の事故や放射性廃棄物処理を巡る恐怖は根強い。しかし原子力発電は、太陽光や風力発電のように断続停止する問題はなく、低炭素かつ安定的なベース電源となる可能性がある。各国は大きな決断に直面する。フランスはすでに電力供給の70%を原子力発電が占める。またドイツは、昨年末に完了が予定されていた脱原発の動きに批判が集まった。

今週の予定

1月23日（月）

- ・ 油田サービス大手ベーカー・ヒューズ<BKR>、保険会社ブラウン・アンド・ブラウン<BRO>、金融持ち株会社シンクロニー・ファイナンシャル<SYF>が決算発表。
- ・ コンファレンス・ボードが12月の景気先行指数を発表。コンセンサス予想は前月比0.6%低下（11月は1%減）。

1月24日（火）

- ・ ソフトウェア大手マイクロソフト<MSFT>が2023年度第2四半期決算を発表。同社は先日、経費削減のため1万人の解雇を発表している。アナリストは、売り上げ成長率を前年同期比3%と予想するが、これは2016年以来最低となる。
- ・ 化学・電気素材メーカー大手スリーエム（3M）<MMM>、金融サービス持ち株会社キャピタル・ワン・ファイナンシャル<COF>、計測装置および医療機器メーカーのダナハー<DHR>、住宅建設会社DRホートン<DHI>、複合企業ゼネラル・エレクトリック（GE）<GE>、油田開発サービス会社ハリバートン<HAL>、医薬品・ヘルスケア製品大手のジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）<JNJ>、航空機・宇宙関連機器大手のロッキード・マーチン<LMT>、トラックメーカーのパッカー<PCAR>、防衛・航空宇宙大手のレイセオン・テクノロジーズ<RTX>、半導体大手テキサス・インスツルメンツ<TXN>、鉄道貨物大手ユニオン・パシフィック<UNP>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>が決算発表。
- ・ S&Pグローバルが1月の製造業・サービス業購買担当者景況指数（PMI）を発表。エコノミスト予想は製造業PMIが46.5（12月は46.2）、サービス業PMIは47.5（12月は44.7）。

1月25日（水）

- ・ 製薬大手アボット・ラボラトリーズ<ABT>、金融サービスのアメリプライズ・ファイナンシャル<AMP>、オランダの半導体製造装置メーカーASMLホールディング<ASML>、通信大手AT&T<T>、給与計算代行のオートマチック・データ・プロセッシング<ADP>、航空機大手ボーイング<BA>、無線通信インフラREITのクラウン・キャッスル・インターナショナル<CCI>、大手鉄道貨物輸送会社のCSX<CSX>、大手医療保険会社エレバンス・ヘルス<ELV>（旧アンセム）、銅鉱山大手のフリーポート・マクモラン<FCX>、防衛大手ゼネラル・ダイナミクス<GD>、独立系エネルギー会社大手ヘス<HES>、IT大手IBM<IBM>、日用品メーカーのキンバリー・クラーク<KMB>、半導体製造装置メーカーのラムリサーチ<LRCX>、カジノ運営会社のラスベガス・サンズ<LVS>、証券取引所運営会社ナスダック<NDAQ>、再生可能エネルギー大手のネクステラ・エナジー<NEE>、大手鉄道持ち株会社ノーフォーク・サザン<NSC>、企業向け業務管理ソフトウェアのサービスナウ<NOW>、電子部品メーカーのTEコネクティビティ<TEL>、電気自動車テスラ<TSLA>、金融サービスのU.S.バンコープ<USB>が決算発表。

1月26日（木）

- ・ 航空大手アメリカン航空グループ<AAL>、穀物メジャーのアーチャー・ダニエルズ・ミッドランド<ADM>、投資会社ブラックストーン・グループ<BX>、ケーブルテレビ大手コムキャスト<CMCSA>、化学品大手のダウ<DOW>、半導体大手インテル<INTC>、半導体製造装置メーカーのKLA<KLAC>、保険会社マーシュ・アンド・マクレナン<MMC>、クレジットカード大手マスターカード<MA>、防衛大手のノースロップ・グラマン<NOC>、電炉大手ニューコア<NUE>、ドイツの基幹業務用ソフトウェア大手SAP<SAP>、塗料メーカーのシャーウィン・ウィリアムズ

<SHW>、航空大手サウスウエスト航空<LUV>、石油精製会社バレロ・エナジー<VLO>、クレジットカード大手ビザ<V>が決算コンファレンスコール開催。

- ・米商務省経済分析局（BEA）が、2022年第4四半期の国内総生産（GDP）速報値を発表。GDP成長率のコンセンサス予想は季節調整済み年率換算で2.5%（第3四半期は3.2%）。

- ・国勢調査局が12月の耐久財受注を発表。耐久財受注額のコンセンサス予想は前月比2.5%増の2770億ドル。

1月27日（金）

- ・金融総合サービス大手アメリカン・エクスプレス<AXP>、ケーブルテレビ・携帯電話サービスのチャーター・コミュニケーションズ<CHTR>、石油大手シェブロン<CVX>、消費財メーカーのコルゲート・パルモリブ<CL>、病院運営持ち株会社HCAヘルスケア<HCA>、制御機器メーカーのローパー・テクノロジーズ<ROP>が決算発表。

- ・BEAが12月の個人所得および消費支出統計を発表。個人所得の予想は前月比0.2%増（11月は0.4%増）、個人消費支出（PCE）は同0.1%減（11月は0.1%増）。FRBがインフレ指標として重視する食品とエネルギーを除くコアPCE物価指数の予想は、前年同月比4.4%の上昇（11月は同4.7%の上昇）。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

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onz・ダイジェスト』 2023/01/22

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : 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、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。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます