

テクノロジー企業の自己変革に投資する

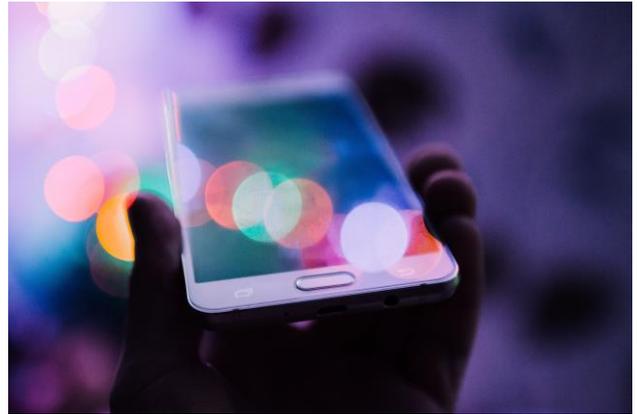
情報技術

2023年3月28日

Chief Investment Office GWM

Sundeep Gantori, CFA, CAIA, Equity Strategist; Delwin Kurnia Limas, CFA, Equity Strategist; Bennett Chu, CAIA, Equity Strategist; Kevin Dennean, CFA, CIO Equity Strategist, US Technology & Telecom

- テクノロジー企業への投資は総じて高い成長を伴ってきたが、パンデミック後の時代においては、グロース投資家は企業独自の自己変革の展望に注目することでアルファ（市場に対する超過リターン）を獲得することができると考える。
- テクノロジー企業の自己変革には、事業再編、製品の最適化、株主還元という3つのアプローチがある。
- 自己変革に取り組むテクノロジー企業が今後グロース株のベンチマークをアウトパフォームすると予想し、これらの銘柄を幅広くグローバルに分散して組み入れたポートフォリオを構築することを勧める。この戦略を実施するにあたっては、テクノロジー自己変革関連銘柄の70%を先進国に、30%を新興国に配分することを勧める。



出所: Unsplash, UBS, 2023年

我々の見解

2022年は、経済がパンデミック後の正常化に向かおうとするなかで、世界成長の減速、地政学リスク、急速な金利上昇に関する懸念が広がった。こうした異例の状況を受けて、世界のテクノロジー株は最高値から約30%下落し、特に収益性の低いテクノロジー企業はその打撃をまともに受けた。ボラティリティ(変動率)が高いなか、市場は短期的には軟調な展開が続く可能性があるが、強力な自己改善の展望があり市場のトレンドの影響を比較的受けにくい企業には、魅力的な投資機会が見出せる。本稿では、幅広いテクノロジー市場で今後勢いを増すと思われるこれらの投資機会をとらえるために、テクノロジー企業の自己変革という新しいテーマを開始する。

世界のテクノロジー株式は、低金利・低成長の環境下でも高成長が期待できることから、過去10年に亘って平均で2桁のリターンを実現してきた。我々は今なお、テクノロジー・セクターはパンデミック後の時代で平均を上回る成長を遂げると予想するが、このセクターの中でも特に企業独自の自己変革のトレンドが高まっており、このトレンドがグロース投資について考える際の新しい枠組みになりつつある。

トップダウンの視点から、テクノロジー企業の自己変革を3つの柱に沿って分類する。

- 事業再編** — 従来の収益成長(または「やみくもな成長」)やその他の効率性重視から、利益率とキャッシュフロー重視に転換している企業など。
- 製品の最適化** — 収益源を従来型から積極的に拡大している企業など。
- 株主還元** — 自社株買いと配当の水準が高い企業など。

テクノロジー企業の自己変革を軸とする投資テーマはグロース株全般を対象とするベンチマーク指数を上回るアルファを生み出すと我々は考える。この投資テーマはグロース投資において現在ミスマッチ(適正株価からの乖離)されているが、今後12~18カ月にわたり合理的にグロース(収益成長)の機会をもたらす銘柄に注目した投資機会を提供する。また、この新たなアプローチにより、投資家は少数銘柄に集中したポジションを、テクノロジー・セクター内のさまざまな業種や地域に分散できるようになるだろう。上場株式への投資だけでなく、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルの分野でも、同様に自己変革を軸とした固有の機会が見られる。

はじめに

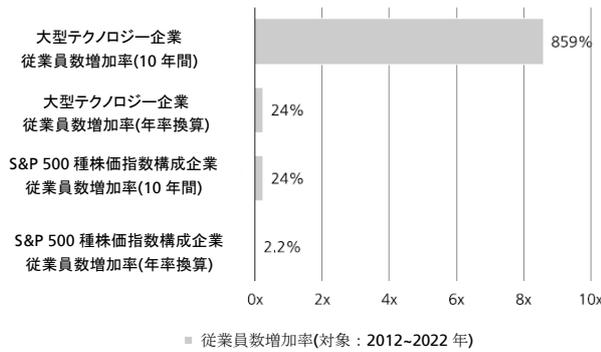
過去12カ月の厳しいマクロ環境は、伝統的なテクノロジー企業投資のアプローチを上回るアルファを生み出す大きな推進力となっている。こうした状況下、個別企業の自己変革の展望に注目することで、市場トレンドの影響を受けないリターンの創出につながりうる新しい視点が得られると考える。企業の自己変革の取り組みは、次の3つの柱に分けることができる。

a) 事業再編

この10年間で、事業再編のうねりが多数の業種にわたり急速に広がってきたことに投資家も気付いているだろう。パンデミック後に成長率が減速し続けるなか、慎重姿勢をとる投資家の目は、事業戦略を再構築し合理化する能力のある企業に移りつつある。

我々はテクノロジー企業が成長を止めるとは予想していないが、現在の厳しい環境において、利益率向上やキャッシュフローの増大、コスト規律強化に向けてビジネスを拡大させる高い能力を持つ企業が求められる。最近の急激な景気減速を受けて、足元、こうした機会の多くは消費者セグメントに散見されると考えるが、一部のテクノロジー企業の銘柄も同様に魅力的である。このテーマでは、株主による積極的な提言が見られる企業も含めた。

図表 1ー テクノロジー企業の積極的な人員採用にテコ入れか



出所: ブルームバーグ・インテリジェンス、UBS、2023年3月現在

b) 製品の最適化

単一収入源への依存を減らすためにビジネスを多様化するという考え方は新しいものではない。しかしながら、最近の生成AIの例は、伝統的な垂直市場を超えて新分野に進出する企業の潜在力にスポットライトを当てた(詳しくは、我々のレポート「ChatGPTについて語ろう!」を参照)。継続的なデジタルトランスフォーメーションの結果、製品の最適化は、企業が低成長部門を縮小しつつ、新分野に進出する取り組みを効果的に支援することができる。景気が減速するなか、需要の後退が製品の過剰供給という形で企業の重石になる恐れがあるため、投資家はリスク管理能力をますます重視するようになっている。製品の最適化は、現在の環境で提供される製品の経済性の向上に寄与し、結果的にビジネスの有効性につながるだろう。

製品の最適化は、以下を含むさまざまな方法で行われる。

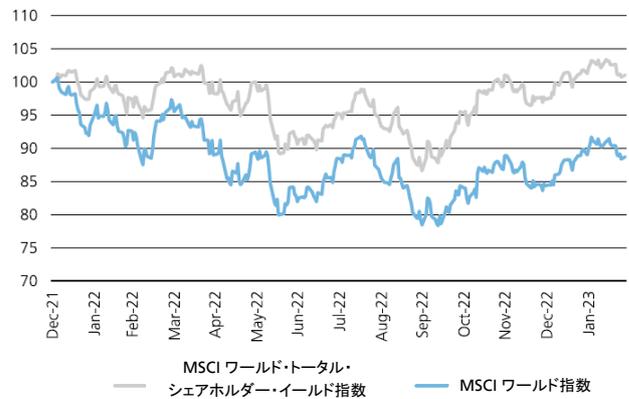
1. 既存製品の強化、または新製品カテゴリーの導入
2. 新たな垂直市場や地域への進出
3. 既存の価格設定戦略の変更
4. 特定のセグメントからの撤退、または縮小

c) 株主還元

金利と株主資本コストが上昇する現状において、フリーキャッシュフロー(FCF)の効率的な利用は、企業経営陣だけでなく投資家にとっても重大な検討事項である。我々は、FCFマージン(売上高に占めるFCFの割合)が高く、堅実な株主還元管理を行う企業は相対的に高いリスク調整後リターンを提供する可能性が高いと考える。その好例として、配当と自社株買いを行う企業を対象とするMSCIワールド・トータル・シェアホルダー・イールド指数が、より広範な市場を対象とするMSCIワールド指数を2022年初以降9%ポイント上回っていることが挙げられる。

図表 2ー 株主還元を推進する企業はアウトパフォームする傾向

MSCIワールド・トータル・シェアホルダー・イールド指数とMSCIワールド指数

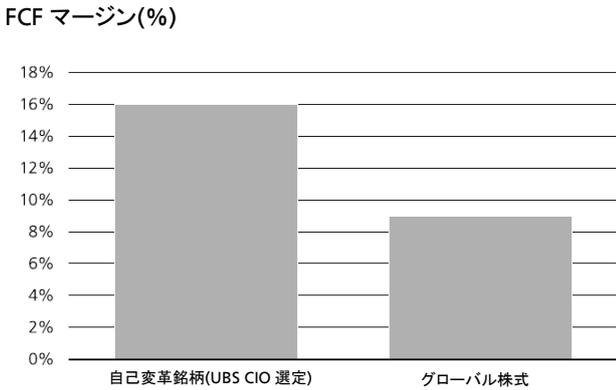


出所: ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2023年3月

これまで、大手テクノロジー企業はFCFマージンが高く、自社株買いを行っていることで知られてきた。興味深いことに、中小型のテクノロジー企業でも株主還元配当を活用するトレンドが高まり始めている。経済情勢が厳しさを増すなかで、世界的に貸出基準が厳しくなり、信用引き締めへの準備が不足している企業は生き残りに苦戦している。そのため、キャッシュフローの創出は、企業の健全性と株主還元の実施見通しを測る指標として適切なものと考えられる。

テクノロジー企業の自社株買いは新しい動きではないが、配当金の増額や物言う株主の関与の強まりを受けた現金還元戦略といった観点から、自社株買いの重要性は増している。全般的に、「テクノロジー企業の自己変革への投資」推奨銘柄企業のFCFマージンは16%と比較的堅調な水準(グローバル株式のFCFマージンは9%)にあり、FCF配当カバレッジ比率は約3倍と高く、株主への分配を増やすための財務能力があることを示している。

図表 3 – 自己変革銘柄はグローバル株式よりも FCF マージンが高い



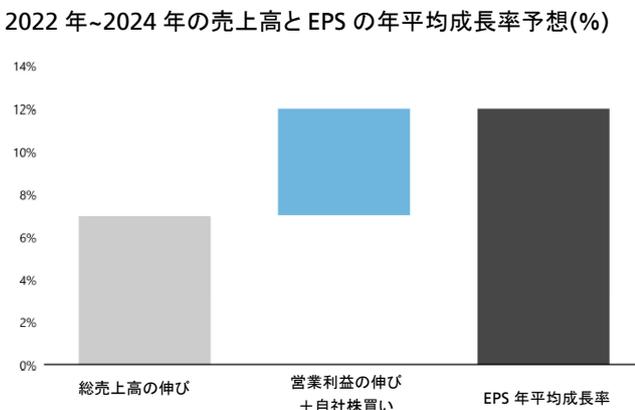
出所: ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2023 年 3 月

投資アイデアとリスク

自己変革に取り組むテクノロジー企業に投資することで、分散化を図りつつ、グロス株とバリュー株の適切なバランスを取り入れることができると我々は見ている。この戦略を実施するにあたっては、地域別では 70%を先進国に、30%を新興国に配分することを推奨する。我々の「テクノロジー企業の自己変革への投資」推奨銘柄には、利益率改善、収益拡大、そして株主還元志向の資本配分戦略が期待される企業を選別している。

我々は、これら推奨企業の今後 2 年間の総売上高の年平均成長率を 7%と見積もっている。新たな垂直市場における革新的な技術優位性による製品の最適化、価格設定戦略の変更、そして販売地域の拡大が成長の下支えとなる。利益率向上は、これら企業の株価上昇の重要な要素でもある。2022 年のこれら企業の営業利益率は平均で 23.5%だった。だが、これら企業が事業再編計画を実施することで、今後 2 年で営業利益率は 1.5%上昇する可能性があると考えており、我々の推計に基づくと、EBIT マージン(利息・税金控除後の本業の収益力を測る指標)は 2024 年には約 25%になる見通した。

図表 4 – 3つの柱の自己変革戦略で底堅い EPS 成長率が期待される



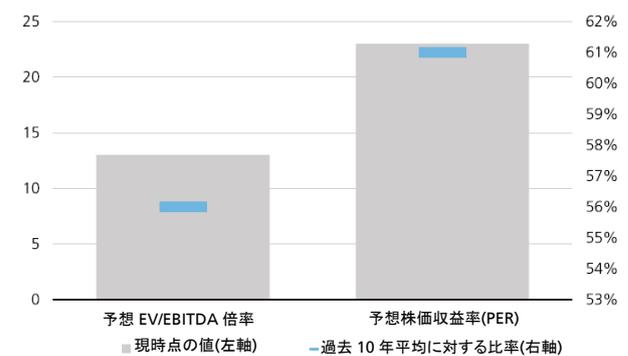
出所: ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2023 年 3 月

最後に、バランスシートの最適化も投資家へのリターン重要な要素であると我々は見ている。我々の推奨企業の FCF 配当カバレッジ比率の平均は約 3 倍であり、増配を実施するだけの財務能力があることを示している。資本コストが増加する現在の環境において、自社株買いと配当性向を重視しつつ、効果的な設備投資・研究開発投資を維持する企業は、優れたリスク調整後リターンを提供する可能性が高いと考える。また、既存の投資事業を分離する一部企業に投資機会を見出している。全体としては、これら企業の 1 株当たり利益 (EPS) の年間成長率は、2022~2024 年にかけて 12%と強い数字になると予想する。

これら企業のバリュエーションは、とりわけ金利上昇、地政学、景気後退の懸念から、過去 1 年ほどで大きく下がっていた。調整局面を経て、我々の推奨リストに掲載される企業の予想 EV(企業価値)/EBITDA 倍率は約 13 倍、予想株価収益率 (PER)は 23 倍となり、それぞれ過去 10 年平均より 56% (EV/EBITDA)、61% (PER)低い水準となっている。今後 12~18 カ月の回復見通しから、これらのバリュエーションが改善する可能性があると考えている。

本投資テーマの対象は中大型テクノロジー企業となる。中大型企業は事業再編の余力が大きいからだ。これらの企業に関連した通常のリスクの他に、本テーマには次のようなリスクがある。1)回復の想定以上の遅延、2)経営執行に関する固有リスク、3)高成長のテクノロジー企業の株価が大きく上昇した場合、それに後れを取る可能性だ。全体として、本テーマは特に現在の不透明なマクロ環境下で合理的な成長をもたらすため、リスク調整後リターンは魅力的だと考える。

図表 5 – バリュエーションは過去水準と比べて魅力的



出所: ブルームバーグ、ファクトセット、UBS、2023 年 3 月

情報技術

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものでなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにはすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

情報技術

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号