

ファンドマネジャー 米国出張レポート



米国IPOニュースステージ・ファンド

＜為替ヘッジあり／為替ヘッジなし＞(年2回決算型／資産成長型)

追加型投信／海外／株式

◆ファンドマネジャーからのメッセージ

12月に入り、当ファンドで投資している企業の四半期決算の発表が複数ありました。

ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ、クラウドストライク、オクタ、オリーズ・バーゲンアウトレットホールディングス等です。**いずれの企業も事前予想を上回る好決算**となりました。しかし、決算発表後に株価が上昇したのは、業績内容への期待値が相対的に低かったオリーズ・バーゲンアウトレットホールディングスのみで、**他の銘柄の株価は軒並み下落**しました。

これを受けて私が感じたことは、この**下落の背景には、ファンダメンタルズ(事業モデルや業績)**ではなく、**株価の割高感が改めて意識された**点が大きいと考えています。たとえばズーム・ビデオ・コミュニケーションズに関しては、株価の割高感を図る指標の1つである「株価売上高倍率*1」を見ると、市場予想売上高の30倍と割高感是否定できません。

ただし、当ファンドが投資対象としている企業はIPO後の成長が期待されると判断した銘柄です。**現在の組入銘柄の中にはSaaS*2(サース)形態の企業が多いことから足下の利益が大きくなりにくい点はあるものの、定額収益が見込めることから、今後は安定的な収益の拡大傾向が続く**とみられます。成長銘柄は一般的に今後の中長期的な収益拡大に対する期待感から買われるものであり、**現在の市場予想に対して収益の上方修正があった場合には、IPO銘柄の今後の株価上昇余地は十分ある**ものと考えています。

米国企業を対象とした現地調査は毎年行っていますが、2019年12月のアメリカ出張は「**現在の市場予想に対して、収益の上方修正の確度は高いか**」といった観点から取材を行いました。その結果、**市場予想に対する上方修正余地が特に大きいと感じられたのは、ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ、アトラシアン、スクエア、トゥイリオの4銘柄**です。



- *1 時価総額を年間売上高で割ったものであり、PSR(Price to Sales Ratio)ともよばれます。この倍率が高いほど、株価は割高と判断されます。株価収益率(PER)、株価純資産倍率(PBR)など、株価の水準をみるための指標は他にもありますが、PSRは主に新興成長企業の株価水準をはかる指標として用いられます。
- *2 クラウドサービスのひとつで、インターネットを介してソフトウェアの機能を提供します。SaaSを展開する企業は、業務用のソフトウェアを一括で販売するのではなく利用状況に応じて月額料金などを受け取ります。SaaS企業側は継続的な収益が見込め、ユーザー側は初期投資を抑えられるメリットがあります。

本資料はファンドの商品性をご理解いただくために概略を記載したものです。このため、ファンドの商品性、

・市況の変動等により、上記の運用方針通りの運用が行えない場合があります。・上記コメントには、2019年12月30日時点における当ファンドの組入銘柄が含まれていますが、銘柄の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。

サンフランシスコ中心街の写真(Adobe)



多くのIT企業が拠点を構えるシリコンバレーの写真(Adobe)



今回の主な訪問企業

カリフォルニア州
サンフランシスコ



ズーム・ビデオ・
コミュニケーションズ



写真はイメージです。

アトラシアン



スクエア



トゥイリオ

4銘柄のご紹介と訪問コメントは次ページ以降をCheck !



リスク、お申込みメモなどについては投資信託説明書(交付目論見書)をご確認いただく必要があります。

(スクエアの写真)Adobe
推奨を目的とするものではなく、当ファンドにおいて上記銘柄を組み入れることを保証するものではありません。・上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来
い事項】の内容を必ずご覧ください。

ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ

(ティッカーコード: ZM US) / 組入比率: 3.7% (2019年12月30日現在)

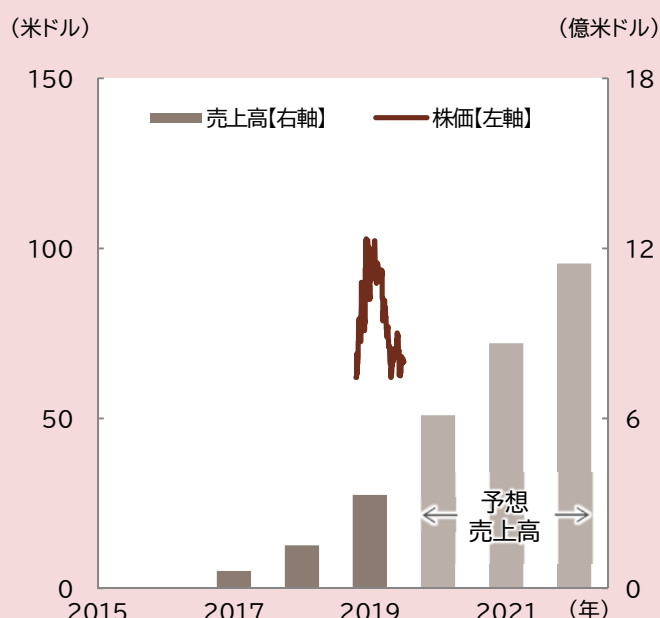


業種	ソフトウェア・サービス
IPO日	2019年4月18日
株式時価総額*1 (2019年12月31日時点)	2.0 兆円
実績売上高*2 (2019年)	360 億円

- クラウドを活用したビデオ会議システムなどを展開。デルタ航空や楽天など、米国や日本の著名企業が同社のサービスを利用。
- タブレットやスマートフォン等でもビデオ会議が可能な利便性や、改良スピードの速さが評価され、米国を中心に普及中。「働き方改革」が追い風となる点や、財務基盤の健全性などを評価して投資。

株価と売上高の推移

(期間: 2019年4月18日～2019年12月31日、
売上高は2017年～2022年)



ファンドマネジャー コメント

この企業の強みは、早い段階でビデオの将来性に着目し、ビデオ専用のインフラを構築したことだと考えています。これは長年かけて構築されたものであり、一朝一夕での模倣は困難、技術的な参入障壁は高いと考えています。

現在は、大企業への顧客開拓に注力するために営業員を増員しており、約2年後には収益貢献してくると見込んでいます。証券会社のアナリストによる2020年度(2019年2月～2020年1月)の売上高予想は、2019年5月時点で5億米ドル(543億円*1)と、慎重過ぎるとの印象でしたが、現時点では6億米ドル(652億円*1)以上に引き上げられています。

企業訪問時の最後には、IR担当者から「投資家の我が社に対しての懸念事項は何ですか？」と質問を受けました。それに対して私が「株価売上高倍率が30倍と、やや割高なところでしょうか。」と答えると、「なるほど、では売上高が20億米ドル(2,172億円*1)になれば10倍を切るので割安になりますね！」といった反応がありました…。かなりの自信のある企業である印象を受けました。



*1 2019年12月31日時点の為替レート(1米ドル=108.61円)で円換算しています。*2 会計年度末時点の為替レートで円換算しています。・業種は、GICS(世界産業分類基準)に処理しております。・上記は、当ファンドの商品性をご理解いただくことを目的として、2019年12月30日現在における組入銘柄の中から、米国出張で現地調査した一部の銘柄を保証するものではありません。・上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、

アトラシアン

(ティッカーコード:TEAM US)／組入比率:3.4%(2019年12月30日現在)

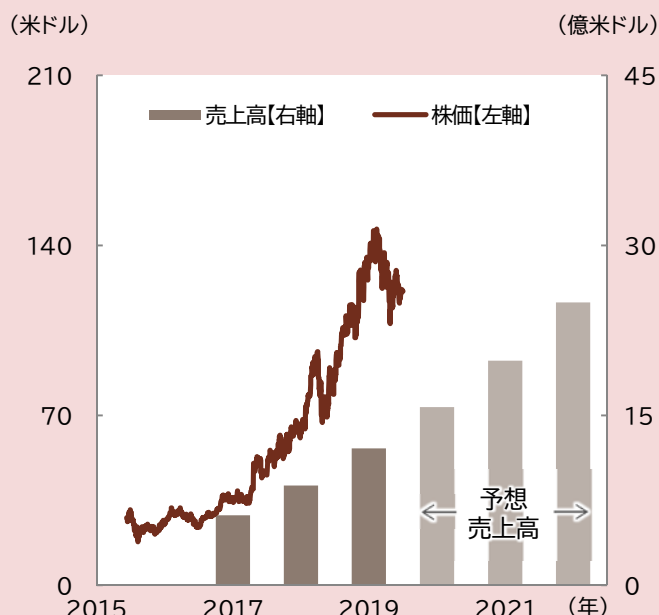
写真はイメージです。

業種	ソフトウェア・サービス
IPO日	2015年12月10日
株式時価総額*1 (2019年12月31日時点)	3.2 兆円
実績売上高*2 (2019年)	1,305 億円

- ソフトウェア開発者を対象としたプロジェクト管理ツールや情報共有システムなど、法人向けソフトウェアを設計・開発しており、世界各国で15万社以上の企業が利用。
- 同社製品に対する市場評価は高く、比較的少ない販売管理費で高成長を実現している点を評価。

株価と売上高の推移

(期間:2015年12月10日～2019年12月31日、
売上高は2017年～2022年)



ファンドマネジャー コメント

足下注目が高まっている「アジャイル・ソフトウェア開発」を手がけており、ファイザーやサムスン電子、ANAや日産など、国内外の著名企業を顧客としています。

従来のソフトウェア開発では、川上から川下へ画一的に開発を進めるため、開発が完了してから動作の不備が発生することがありますが、アジャイル・ソフトウェア開発では、システムエンジニア(SE)がチームとしてコラボレーションをし、最適化を目指しつつ常時デザインを調整していくため、ソフトウェアの仕様変更などに対して機敏な対応ができるメリットがあります。

企業訪問の際に印象深かった話としては、顧客であるソフトウェア開発者が自発的に同社のサイトを訪れ、製品を購入しているという点です。これは、同社の製品に対する満足度が高く、口コミ等で需要が拡大するなどの好循環が起こっていることの表れだと考えられます。また、営業体制を強化して販促を行う必要もないため、販売管理費は少なく、営業利益ベースで黒字転換しています。営業体制の強化コストを抑え、研究開発費に多大な資金を投入した結果として、優れた製品開発が実現したようです。同社は幅広い製品群を持つため、安定した高成長(IPO後は毎年35%超の売上成長)を達成しています。



(出所)Bloombergのデータを基に三菱UFJ国際投信作成 (ズーム・ビデオ・コミュニケーションズの写真)Adobe

よるものです。・売上高(予想売上高含む、2019年12月30日時点のBloomberg予想値)は各銘柄の会計年度ごとに記載しております。・表示桁未満の数値がある場合、四捨五入でご紹介するものであり、またコメント内には当該銘柄に関連する企業が含まれていますが、個別銘柄の推奨を目的とするものではなく、当ファンドにおいて上記銘柄を組み入れることを税金・手数料等を考慮しておりません。

【重要事項】の内容を必ずご覧ください。

スクエア

(ティッカーコード:SQ US)／組入比率:3.9%(2019年12月30日現在)

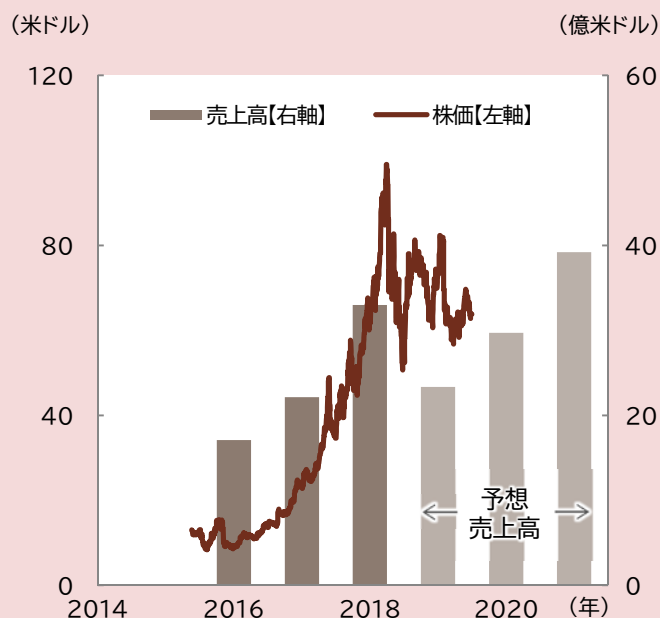


業種	ソフトウェア・サービス
IPO日	2015年11月19日
株式時価総額*1 (2019年12月31日時点)	2.9 兆円
実績売上高*2 (2018年)	3,618 億円

- モバイル決済サービスを提供。スマートフォンに差し込みカード決済する端末ICカードリーダーや、売上や在庫管理が可能なPOSレジアプリなどを展開。
- 同社が対象とする米国の中小的小売店舗における潜在市場の大きさや、決済関連サービスの普及率が低い点などをふまえた、同社の収益拡大余地の大きさを評価して投資。

株価と売上高の推移

(期間:2015年11月19日～2019年12月31日、
売上高は2016年～2021年)



ファンドマネジャー コメント

今回の企業訪問の際に企業担当者から出てきた主な話題としては、**新たに注力するソフトウェア&サービス事業**に関することが多く、従来の中小小売業者向けの決済システムの提供にとどまらず、**SaaSの企業を目指している印象**を受けました。

具体的には、**決済システムを利用する既存客に対して、新たに顧客管理システム(CRM)やマーケティング・ツール等**を売り込んでいこうといった**経営戦略**です。新製品のデモを見せてもらいましたが、まさに低価格版のCRMです。セールスフォース・ドットコム等が大企業向けに提供する高価なCRMを買う余裕のない中小の小売業者がターゲットとのこと。既存客を持つ企業が従来サービスに付加するかたちでソフトウェアを提供するケースは最近よく見られます。同社に関しても、目先は開発費用がかさむものの、2020年をめどに利益貢献してくるとの見通しを語っていました。



*1 2019年12月31日時点の為替レート(1米ドル=108.61円)で円換算しています。*2 会計年度末時点の為替レートで円換算しています。・業種は、GICS(世界産業分類基準)に処理しております。・上記は、当ファンドの商品性をご理解いただくことを目的として、2019年12月30日現在における組入銘柄の中から、米国出張で現地調査した一部の銘柄を保証するものではありません。・上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、

トウィリオ

(ティッカーコード:TWLO US)／組入比率:3.2%(2019年12月30日現在)

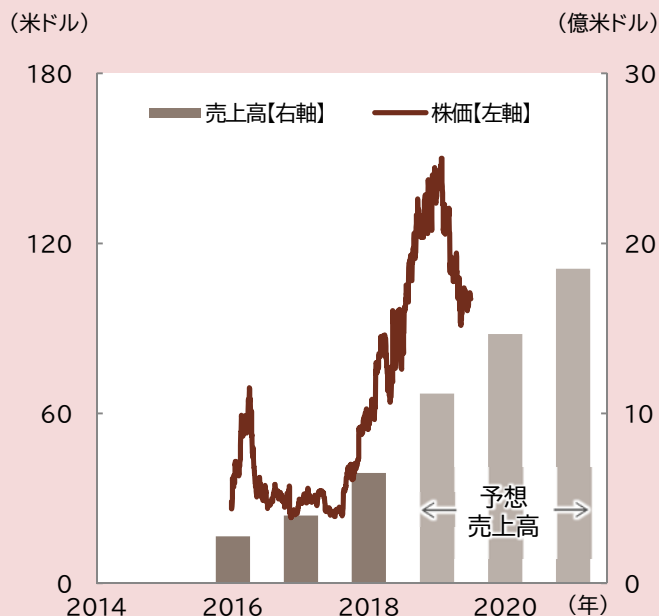


業種	ソフトウェア・サービス
IPO日	2016年6月23日
株式時価総額*1 (2019年12月31日時点)	1.5 兆円
実績売上高*2 (2018年)	713 億円

- アプリケーションソフトウェア会社。クラウドを活用した企業のITインフラの開発・提供を手がけており、顧客は全世界で16万を超える。
- 同社が提供するアプリケーションソフトウェアにより、ユーザー企業は電話やビデオ、メールなどのコミュニケーション手段を組み込んだ顧客ごとのマーケティング活動が可能となり、急速に普及している点を評価して投資。

株価と売上高の推移

(期間:2016年6月23日~2019年12月31日、
売上高は2016年~2021年)



ファンドマネジャー コメント

コミュニケーション向けのソフトウェア関連製品を提供しています。アプリケーション・プログラミング・インターフェース*³(API)を提供し、アプリケーション開発環境をサポートします。さらに今後は**同社自らアプリケーション開発に進出する計画があり、利益率の向上が期待できる**とのことです。ライドシェアリング*⁴・サービスを手がける米ウーバーや、簡易メッセージアプリケーションを手がける米ワッツアップなど、**マーケティング費用を惜しみなく投入する消費者向け大企業が顧客となっているのも強み**です。対象市場が660億米ドル(約7兆円*¹)と大きい上、付加製品の追加購入によって顧客あたり売上単価の向上が見込める点も魅力的です。

企業訪問の際には、ファイブ9(FIVN US)等との競合環境についても質問しましたが、「他社は単なる既製のアプリケーションの品揃えであり、開発環境を提供していない」との回答でした。

*³ IT基盤の汎用的な機能を外部から手軽に利用できるように提供する仕組み。

*⁴ 一般のドライバーが料金をとって自家用車で利用客を送迎(相乗り)すること。



(出所)Bloombergのデータを基に三菱UFJ国際投信作成 (スクエアの写真)Adobe

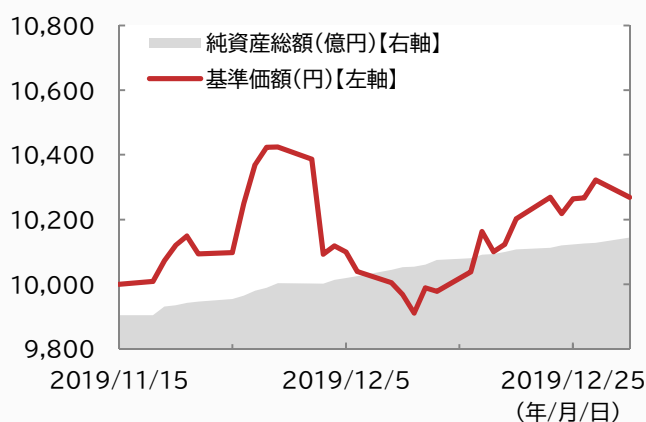
によるものです。・売上高(予想売上高含む、2019年12月30日時点のBloomberg予想値)は各銘柄の会計年度ごとに記載しております。・表示桁未満の数値がある場合、四捨五入でご紹介するものであり、またコメント内には当該銘柄に関連する企業が含まれていますが、個別銘柄の推奨を目的とするものではなく、当ファンドにおいて上記銘柄を組み入れることを税金・手数料等を考慮しておりません。

【重要事項】の内容を必ずご覧ください。

設定来の基準価額等の推移 (期間:2019年11月15日～2019年12月30日)

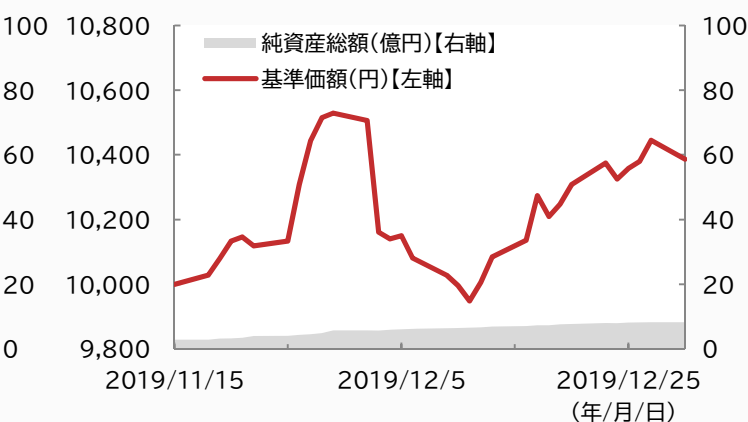
<為替ヘッジあり>(年2回決算型)

基準価額 (2019年12月30日)	10,269円
純資産総額 (2019年12月30日)	34億円



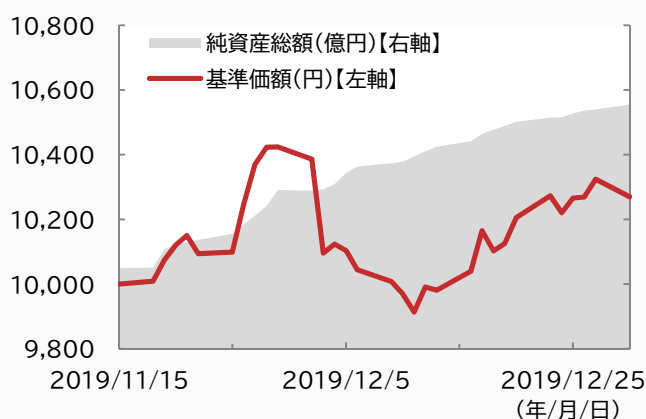
<為替ヘッジなし>(年2回決算型)

基準価額 (2019年12月30日)	10,387円
純資産総額 (2019年12月30日)	8億円



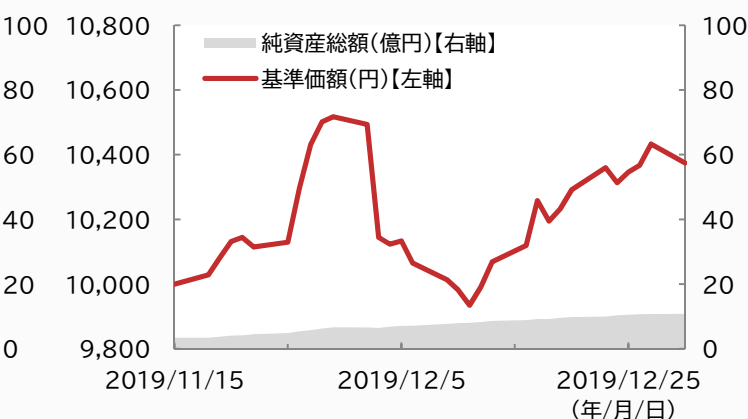
<為替ヘッジあり>(資産成長型)

基準価額 (2019年12月30日)	10,270円
純資産総額 (2019年12月30日)	75億円

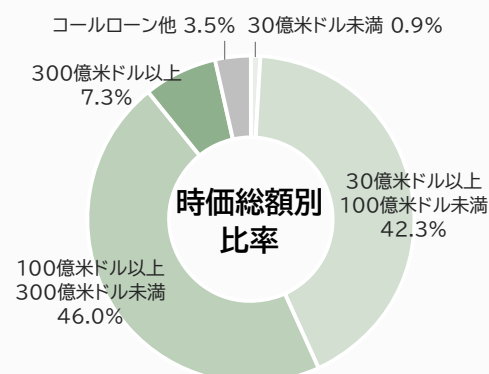
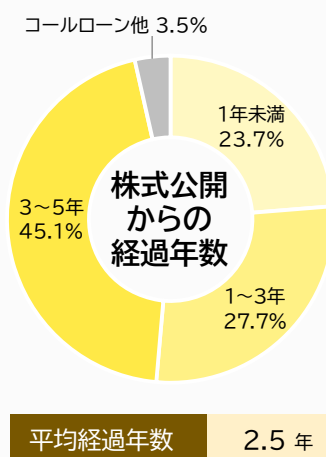
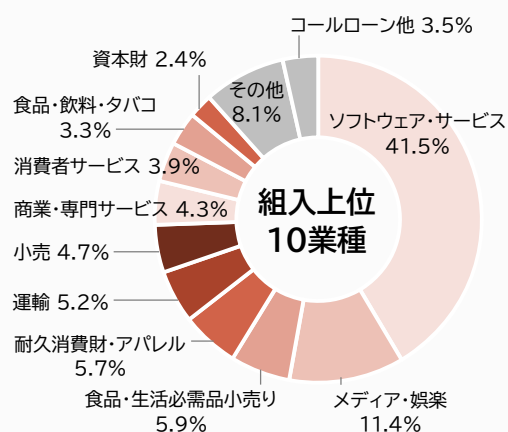


<為替ヘッジなし>(資産成長型)

基準価額 (2019年12月30日)	10,375円
純資産総額 (2019年12月30日)	11億円



マザーファンドの運用状況 (2019年12月30日現在)



・基準価額は、1万口当たりであり、運用管理費用(信託報酬)控除後の値です。なお、表示期間において分配金のお支払いはありませんでした。・信託報酬率は、後記の「ファンドの費用」また、平均経過年数は、組入銘柄のマザーファンドの純資産総額に対する比率で加重平均したものです。・四捨五入しているため、合計が100%にならない場合があります。・国・地域はありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。

	銘柄名(カッコ内はティッカーコード)	国・地域	業種	比率(%)
1	ペイパル・ホールディングス (PYPL US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	5.0
2	ビージェイズ・ホールセール・クラブ・ホールディングス (BJ US)	アメリカ	食品・生活必需品小売り	4.0
3	スクエア (SQ US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	3.9
4	ズーム・ビデオ・コミュニケーションズ (ZM US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	3.7
5	アトラシアン (TEAM US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	3.4
6	マッチ・グループ (MTCH US)	アメリカ	メディア・娯楽	3.3
7	トウィリオ (TWLO US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	3.2
8	アバララ (AVLR US)	アメリカ	ソフトウェア・サービス	3.2
9	スナップ (SNAP US)	アメリカ	メディア・娯楽	3.2
10	プラネット・フィットネス (PLNT US)	アメリカ	消費者サービス	3.0



米国出張メモ:「本当に利下げが必要な国なのか？」——

米国経済を読み解く上で、GDP(国内総生産)の約7割を占める個人消費の動向を外すことはできません。この動向を占う一大イベントとして注目が集まるのが「年末商戦(11月下旬の感謝祭(第四木曜日)の翌日から12月24日のクリスマス・イブまでの期間)」です。年々インターネットを通じた売上が伸びて、実店舗へ訪れる人が減少しているといわれていますが、サンフランシスコのショッピングの中心街であるユニオン・スクエア周辺は、明らかにここ数年よりも買い物客が増えており、堅調な個人消費や小売売上高を裏付けていると感じました。またこの時期、街の広場やホテルのロビーにはクリスマスツリーが飾られますが、このデコレーションも、例年に比べて派手さが増していると感じました。

また、サンフランシスコ市内は至るところで古い建物が取り壊され、新しいビル建設が始まるなど、建設ブームの高まりを感じました。加えて、交通渋滞は景気動向を映す鏡といわれていますが、余裕のある企業取材スケジュールであったにもかかわらず、深刻な交通渋滞に見舞われ、約束の時間に遅れそうになる状況が多々ありました。「本当に利下げが必要な国なのか？」というのが率直な感想です。

▼アメリカ大手百貨店「メイシーズ」(写真右)と、デコレーションされたクリスマス・ツリー(写真中央)。



ファンドの目的 米国の株式を実質的な主要投資対象とし、主として値上がり益の獲得をめざします。

ファンドの特色

- 1** 株式公開(IPO)から概ね5年以内の中型以上の米国株式(上場予定を含みます。以下同じ。)への投資を基本とします。
 - 原則として、株式時価総額が30億米ドル以上の株式(中型以上の株式)に投資します。
 - 投資銘柄の継続保有に加え、市場動向等により、IPO後5年を超える株式または株式時価総額が30億米ドル未満の株式へ投資を行うことがあります。
- 2** 株式への投資にあたっては、新技術やビジネスモデル等に着目し、企業収益の成長性が見込まれる銘柄を選定します。
- 3** 為替ヘッジの有無により、＜為替ヘッジあり＞、＜為替ヘッジなし＞が選択できます。
 - ＜為替ヘッジあり＞は、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジを行い、為替変動リスクの低減をはかります。為替ヘッジを行う場合で円金利がヘッジ対象通貨の金利より低いときには、これらの金利差相当分のヘッジコストがかかります。ただし、為替市場の状況によっては、金利差相当分以上のヘッジコストとなる場合があります。
 - ＜為替ヘッジなし＞は、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジを行いませんので、為替相場の変動による影響を受けます。
- 4** ＜為替ヘッジあり／為替ヘッジなし＞(年2回決算型)
年2回の決算時(5・11月の各15日(休業日の場合は翌営業日))に分配を行います。
＜為替ヘッジあり／為替ヘッジなし＞(資産成長型)
年1回の決算時(11月15日(休業日の場合は翌営業日))に分配金額を決定します。
 - 分配金額の決定にあたっては、信託財産の成長を優先し、原則として分配を抑制する方針とします。(基準価額水準や市況動向等により変更する場合があります。)将来の分配金の支払いおよびその金額について保証するものではありません。

市況動向および資金動向等により、上記のような運用が行えない場合があります。

【GICS(世界産業分類基準)について】

Global Industry Classification Standard (“GICS”)は、MSCI Inc. とS&P(Standard & Poor’s)が開発した業種分類です。GICSに関する知的財産所有権はMSCI Inc. およびS&Pに帰属します。



－投資リスク－

基準価額の変動要因：基準価額は、株式市場の相場変動による組入株式の価格変動や為替相場の変動等により上下します。また、組入有価証券等の発行者等の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の影響を受けます。これらの運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。したがって、投資者のみなさまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。主な変動要因は、価格変動リスク、為替変動リスク、信用リスク、流動性リスクです。上記は主なリスクであり、これらに限定されるものではありません。くわしくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

－ファンドの費用－ ※ご購入の際は、投資信託説明書（交付目論見書）でご確認ください。

◎お客さまが直接的に負担する費用

【購入時手数料】

購入価額に対して、**上限3.30%（税抜3.00%）** 販売会社が定めます。くわしくは、販売会社にご確認ください。

【信託財産留保額】

ありません。

◎お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

【運用管理費用（信託報酬）】

各ファンドの日々の純資産総額に対して、**年率1.7875%（税抜 年率1.6250%）**をかけた額

【その他の費用・手数料】

- ・監査法人に支払われる各ファンドの監査費用
- ・有価証券等の売買時に取引した証券会社等に支払われる手数料
- ・有価証券等を海外で保管する場合、海外の保管機関に支払われる費用
- ・その他信託事務の処理にかかる諸費用 等

※上記の費用・手数料については、売買条件等により異なるため、あらかじめ金額または上限額等を記載することはできません。

※上記の費用（手数料等）については、保有金額または保有期間等により異なるため、あらかじめ合計額等を記載することはできません。

【本資料に関してご留意いただきたい事項】

■本資料は三菱UFJ国際投信が作成した情報提供資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。■本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。

販売会社情報一覧表

投資信託説明書（交付目論見書）のご請求は下記の販売会社まで

商号	登録番号等	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	一般社団法人 第二種金融商品 取引業協会
エース証券株式会社	金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第6号	○			
丸八証券株式会社	金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第20号	○			



■ 設定・運用は

三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会