

【バリュエーションレポート：PER2】

今回は前回の表にさらに数値を付け加えたものを使って、PER を用いる場合の別の条件について解説します。

PER を用いる場合の第1の条件は、その期特有の一時的な特別損益や税率を調整し、実質の純利益、EPS から PER を計算すべきであることを述べました。

二つめは、増益率についてです。現時点で 720 円、PER12 倍で株を買ったとして、1年間保有して、その企業の1年の成長率分のリターンを得るとする。表からわかるように今期の増益率は 20% であり、来期の増益率は 15% となっています。そして、ここから PER が変わらないとして得られる投資リターンは 15% です。これはよく考えれば当然のことですが、今期の増益率の 20% はすでに、PER を通じて株価に織り込まれているのです。つまり、PER 水準が向こう1年間変わらないとして得られるリターンは来期の増益率に依存したりターンということになります。

このことが必ずしも十分に理解されていないひとつの例として、しばしば、今期の増益率が 30% だから、PER はもっと高くてもいいという使い方をされるケースがあります。しかし、その 30% 増益はすでに市場が認識しているとすれば、EPS が前期より 30% 高いということを通じて株価に織り込まれているのです。つまり、PER が高くてもいいとか、もっと低くて当然だというのは、今期を除いて、来期以降の成長率と関連させて表現するものとなります。それゆえ、たとえ今期が減益であったとしても、来期以降確実に増益に転換するのであれば、もう PER は高く評価されてもおかしくないのです。

決算期	EPS(円)	増益率	株価	PER	株価の上昇率	-
2009年3月期	50	-	-	-	-	-
2010年3月期	60	20%	720	12	-	今の株価
2011年3月期	69	15%	828	12	15%	1年後の株価
2012年3月期	79.4	15%	-	-	-	-
成長見通しが下がってしまう場合						
2010年3月期	60	20%	720	12	-	今の株価
2011年3月期	69	15%	552	8	-23%	1年後の株価
2012年3月期	72.5	5%	-	-	-	-
増額修正の場合						
2010年3月期	66	32%	792	12	-	-
2011年3月期	75.9	15%	911	12	27%	1年後の株価
2012年3月期	87.3	15%	-	-	-	-

それゆえ、飲料株が猛暑で利益が増えても株価は上がらないことが多いのです。つまり、今期がいくら良くても来期はまた元の水準の利益に戻るため、それ以前の見通しと変化がないためです。

このことからもうひとつの重要な条件がわかります。表では今後1年間の投資リターンを計算しているにもかかわらず、さ来期の増益率も示してあります。表の上段のケースはさ来期の増益率も来期と同じ15%としていますが、これも実は重要な条件の一つとなります。頭が混乱するといけないので、ここでは示しませんが、そもそもPERの式は、未来永劫の利益成長率を前提として導かれたものです。もちろん、未来永劫など予想できるはずもないので、市場は当面の増益率の傾向で判断することになります。

すると、表の中段に示しているように、さ来期の増益率が15%ではなく、5%になるようなケースでは、成長率が下がってしまうため、PERも下がるのです。このケースでは、12倍のPERが8倍に低下するケースを想定しました。すると、来期の増益率が15%で変わらないにもかかわらず、1年間のリターンは-23%になってしまうのです。ここが、PERを使う場合の最大の難しさとなります。つまり、最低でも3期間の業績を予想しなければならないこととなります。

一方、今期に増額修正が期待されるのであれば、それはその分見かけよりPERは低いという表現は正しいこととなります。表の3段目には今期増益率が会社予想の20%ではなく、32%となるケースを示しました。すると、今期の増額修正分と来期の増益率分を合わせた27%のリターンが期待できることとなります。

以上が、PERを用いてバリュエーションを行う場合の原理、原則となります。

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。