

【バリュエーションレポート：PER3】

PER1、2でPERを用いてバリュエーションを行う場合の原理、原則を示しました。PERが低く、成長率が高い企業のPERが変わらなければ、1年間で翌期における税引き利益の成長率分のリターンが得られる場合の条件を整理してみます。

PERを計算する場合のEPSは表面上のEPSではなく、実質のEPSを用いること。
 PERが変化しないとして、1年間保有して得られるリターンは来期増益率相当分である。
 今期の増益率とPER水準は本来無関係。
 1年後のPER水準はさ来期以降の増益率見通しに依存する。
 となっています。

ここで、賢い読者はおそらくひとつの疑問を感じたことでしょう。それは、会社予想の通期の数字というものは3月決算企業であれば5月には公表されます。ということは、ここで議論していることは、1年間のリターンではないということです。仮に、現在を12月としてみましょう。5ヵ月先には来期見通しが出てくるわけですから、今を基準にすれば5ヵ月間のリターンと読み替えることができるのではないかとということです。

しかし、もちろん正確に測れるわけではないのですが、一応常に1年間を対象に考えたほうが、論理的には正しい予測になります。このことを簡単に説明します。

ここでは、今期予想EPSを60円と考えて、株価が720円として、PERが12倍ということを経営基準にしています。しかし、会社予想が期を通じて変わっていないとしても、5月の720円と翌年の3月の720円は同じくPER12倍ですが、当然評価の意味は異なっているはずで、これをどう解釈すればいいかというと、通期の会社予想は変わらなくとも、市場での評価対象としてのEPSが変わって行く解釈すべきです。これを下の表に示します。

	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
EPS(円)	60.0	61.0	62.0	63.0	64.0	65.0	66.0	67.0	68.0	69.0	70.0	71.0	72.0
株価(円)	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
PER(倍)	12.0	11.8	11.6	11.4	11.3	11.1	10.9	10.7	10.6	10.4	10.3	10.1	10.0
便宜上PER	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0

表の左端の5月のところを見ると、EPSは60円となっています。この時点で株価が720円であれば、PERは12倍となります。この5月のところにあるEPSの60円というのは、

その時点における当期予想 EPS ですので、言い換えれば 1 年後の EPS ということとなります。次に一番右端の 5 月のところにある EPS72 円は 2 年後の EPS となります。その間の各月ごとに、比例的に EPS が増加してゆくイメージとなります。そのため、この間どの月で計算しても、表面上は株価が 720 円であれば PER は 12 倍となりますが、実際は表にあるように PER は、実質的な EPS の増加に伴って低下しているということです。

これはいかにも机上の空論のように聞こえますが、意外と実用性があるものです。ある業種に属する企業のそのときの PER の心理的上限値が 20 倍だとしますと、6 月、7 月辺りにその 20 倍に到達してしまいますと、その後結構株価が調整したりします。ところが、2 月辺りに PER20 倍に到達した場合には、あまり調整しないということが実際に起こります。これはその企業の成長率を 20%程度としますと、2 月の場合は間もなく期が変わりますので、その時点の PER が 20 倍だとしても、3 か月後に判明する翌期の EPS を基準にした PER は 16.7 倍に低下することを織り込むためだと考えられます。

もちろん企業の来期、さ来期の利益を正確に予想することはそう簡単ではありません。それゆえ、自分で利益予想をする場合は、上限、下限というような形にしておくのも一つの手段です。しかし、少なくとも業績的な根拠が今期の会社予想以外何もない状況で、チャートを見ながら、今 600 円の株価が、800 円になりそうか、1,000 円まで行きそうか空想するより、よほど論理的ですし、頭で考えるという作業にはフィットするのではないのでしょうか。

そして、利益が多い場合はこのくらい、少ない場合はこれくらいと考えておいて、その利益と外部環境要因との関係を把握しておけば、外部環境が変われば、利益が上方にぶれそうか、下方にぶれそうかが想像できます。そのようにしておけば、より強気になることもあるでしょうし、見切ることもできると思います。

チャートだけではどうしても下がると弱気、上がると強気となりがちですので、その心理状態をコントロールできないと損をすることになります。もちろんファンダメンタルから考えても、株価を見ていると同じような心理になってしまうものです。しかし、ファンダメンタル中心で考える場合は、一旦株価のことを忘れて、環境要因を吟味して、自分のシナリオを再検討すると心の余裕が生まれます。それから改めて、株価とファンダメンタルを比較してみますと、少し落ち着いて考えることができるようになります。ところが、チャートからのアプローチですと、一旦株価から離れるということが極めて難しいことになります。何と云っても、考えの基本が株価であるためです。

1 年のうちでも株価の上下動はいくらでもあるわけですから、ファンダメンタルの基本さえ押さえておけば、その変動に一喜一憂してあわてることもありません。むしろ、安くなっ

たら喜んで買いに行けばいいですし、早い時期に PER の上限値に近づけば、売り上がるということもできるのです。

ここまでの内容でも、今までいかに PER を適当に使っていたか理解したと思いますし、どう使えばよいかは少しくリアになり始めたのではないのでしょうか。

ここまでは PER を用いてバリュエーションを行う場合の原理、原則を示しました。PER が低く、成長率が高い企業の PER が変わらなければ、1年間で税引き利益の成長率分のリターンが得られる場合の条件を整理してみます。

PER を計算する場合の EPS は表面上の EPS ではなく、実質の EPS を用いる。

PER が変化しないとして、1年間保有して得られるリターンは来期増益率相当分になる。

今期の増益率と PER 水準は本来無関係である。

1年後の PER 水準はさ来期以降の増益率見通しに依存する。

PER に基づくリターンは常に1年を基準に考える。

ということになります。

それでは、PER1 で取り上げたもうひとつのケースである、現在の PER が低いから、今後 PER が上昇すると考える場合は、どのような根拠に基づくのでしょうか。

この答えは、すでに上の原理、原則に出ていまして、PER が変化することを想定するケースは、さ来期以降の利益成長見通しが変わるケースと考えればよいのです。もちろん、さ来期ではなく、来期からの成長率見通しが変わるのであれば、今期中に PER 水準が変わるかもしれません。

さて、次回からは本格的に PER の応用編に入ります。PER の高い企業と PER の低い企業を比べて、どちらに投資すべきか判断する基準を示します。

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。