

【バリュエーションレポート：PER9】

前回は、企業ごとの中期的な成長率とその成長期間を求め、そのそれぞれが15年後には成長率1%の見通しの企業に変わるという前提で、現時点における妥当PERを求めた。しかし、やはり、15年というのは長すぎるし、そのようにして求めたPERのばらつきは、実際の市場におけるPERのばらつきよりもかなり大きい。逆の言い方をすれば、市場は株価を考えるのにそんな先まで見ていないということであるし、またそんな先を見て投資するとリスクも大きすぎる。そこで今回は、 $PER = 1 / (r - g)$ の示す本質的な意味を壊さないようにしながら、もう少し直感的に使えるような形を探ることにしよう。

簡単に言えば、もう少し想像しやすい近い将来の利益を基準にして、妥当PER水準を求めようということである。下の表は、前回の表と同じ条件の企業を用いているが、思い切って3年先、5年先には各社が同じ成長率、つまり市場平均の1%に収束するという前提で計算したものである。ただし、前回の計算では成長率が収束する場合、徐々に収束するとしたが、今回は一気に収束するとして計算した。つまり、3-5年先までの成長率であれば予想できそうな気もするので、そのくらいの予想で止めておこうというものである。もちろん、そのくらいでも業績予想は簡単には当たらないのであるが、中にはそのくらいの期間であれば、予想がある程度正確にできそうな企業もあり、そのような企業にこの考え方を適用しようというものである。

単位(円、倍)

	A社	B社	C社	D社
成長率	15%	10%	15%	-5%
成長期間	10年	5年	5年	5年
3年先にPER20倍としたときの株価	3,042	2,662	3,042	1,715
現在価値				
割引率6%の時の現在妥当株価	2,554	2,235	2,554	1,440
PER	25.5	22.4	25.5	14.4
割引率10%の時の現在妥当株価	2,285	2,000	2,285	1,288
PER	22.9	20.0	22.9	12.9
5年先にPER20倍としたときの株価	4,023	3,221	4,023	1,548
現在価値				
割引率6%の時の現在妥当株価	3,006	2,407	3,006	1,156
PER	30.1	24.1	30.1	11.6
割引率10%の時の現在妥当株価	2,498	2,000	2,498	961
PER	25.0	20.0	25.0	9.6

ここで、思い出してもらいたいのは、PER2で述べた、PERを用いて来期のEPSの成長率分のリターンを得るには3期間の業績予想が必要だということである。その場合の3期間

は、今期、来期、さ来期であるが、上の表で示す 3 期間には、今期は入らないので、さらにもう 1 期だけ先まで予想する必要がある。

前回の表では、期待利子率 10% の場合、A 社の妥当 PER は 26.6 倍であったのに対して、C 社は 13.9 倍となっていた。しかし、今回の表では、期間を 3 年としても 5 年としても A 社と C 社の PER は同じく 25.0 倍である。これは、A 社は 15% で 10 年間の成長が見込まれ、C 社は 15% で 5 年間の成長が見込まれるのであるから、5 年先を基点に現在価値に割り引いた場合は、全く同じ PER となる。ここは、常に意識しておかなければならない重要なポイントである。

つまり、向こう 5 年間、全く同じ成長率が見込まれたとしても、個々の企業のビジネスモデルから、その後のポテンシャルが感じられる会社と、その成長が 5 年間で終わりそうな会社では、本質的な評価がかなり違うのである。このことが、簡易的で理解しやすい上の表を使った場合は、PER の差となって現れないのである。これが、現時点の PER を評価する場合の最も注意しなければならない点である。つまり、その企業のビジネスモデルが、10 年間持ちそうか、5 年で終わってしまうのかということである。

ここが、企業の業績を分析する場合のひとつの大きなポイントとなる。当面の業績がどうなるかは間違いなく重要である。しかし、それだけではせっかくの武器である PER が効果的に使えないのである。常に、当面の業績動向と同時に、企業のビジネスモデルを十分に理解して、長期的な業績の方向性を考えておかなければならないということである。実のところ、当面の業績を予想するためにも、ビジネスモデルの競争力を理解しておく必要がある。これができていないと、当面の業績動向もなかなか正しくは予測できないのである。つまり、株式投資をファンダメンタルから突き詰めるためには、まずその企業の属する業界を理解し、その企業の差別化要因を理解して、そのビジネスモデルの有効期限に目安をつける必要がある。

さて、すでに説明したように、期待利子率 10% で 5 年先の株価を現在価値に割り引くということの意味は 5 年間持てば、年率 10% のリターンが得られるということである。しかし、何も自分が 5 年間持つ必要はない。市場自体は、さまざまな現象によって、過大評価と過小評価の間を変動している。つまり、ファンダメンタル見通しに基づいてこのようにして計算した株価、PER が割安であれば、その銘柄を投資候補としておき、株価が安いときに買い、株価が上昇したら売るということを繰り返せば、期間利回りで計算すると、期待利子率よりさらに大きなリターンが得られるのである。

なお、上の例では期待収益率 6% も計算しているが、当然期待利子率 6% では 50% の株が妥

当 PER を下回っているはずである。そこで、銘柄を絞り込むためには、期待利子率 10%以上で計算する必要があるだろう。

さて、ここまで 3 回続けて PER と成長率の関係を見てきた。株式投資を行う中でバリュエーションとして最もポピュラーなものが PER であり、多くの人が PER を投資指標として用いていると思う。しかし、このような形で成長性と PER の関係を理解している人は、実は皆無だと思う。

その結果、せいぜい PER は低い方がいいという部分だけが頭に残り、PER の低い株を買う人は多い。しかし、多くのケースではそのようにして集めた株はぼろ株ばかりという笑えない状況の人も多いと思う。株式投資の醍醐味は長期的に持って、その企業の成長を投資のリターンとして享受することであろう。そうであるならば、単なる低 PER という投資方法は卒業する必要があると思う。

もちろん、それ以外に武器がない人にとっては、それでもやらないよりはましかもしれない。しかし、PER の低い株を買うという投資スタンスは、まさにバリュエーションで株価を判断する初歩の初歩に過ぎない。もう少し、進歩して、効率よく儲かる方法を身に付ける必要があるだろう。ただし、PER に関しては、実はまだまだ理解しておく必要のある事項が多い。そこで、今回はマーケットの平均 PER の上げ下げは何によって起こるのかということに目を向けることにしよう。

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。