

## 日経平均 3万円の根拠 PART2

PART1 をリリースしてから、しばらく時間が経つ間に、日経平均の EPS は 1523 円まで上方修正されてきた。今回は、ごちゃごちゃ書き過ぎたので、この最新の数字を使って、もっとシンプルに PART1 の議論をおさらいしておこう。

4-9 月期の決算発表が終わって、日経平均の EPS が 1523 円ということは、期初の 1400 円から 8.8% 上方修正されたということだ。上期と同様の事業環境はおそらく下期も続くだろう。上期に起きたのと同様の上方修正が下期にも起きると仮定すると、今年度の着地は 1657 円となる。

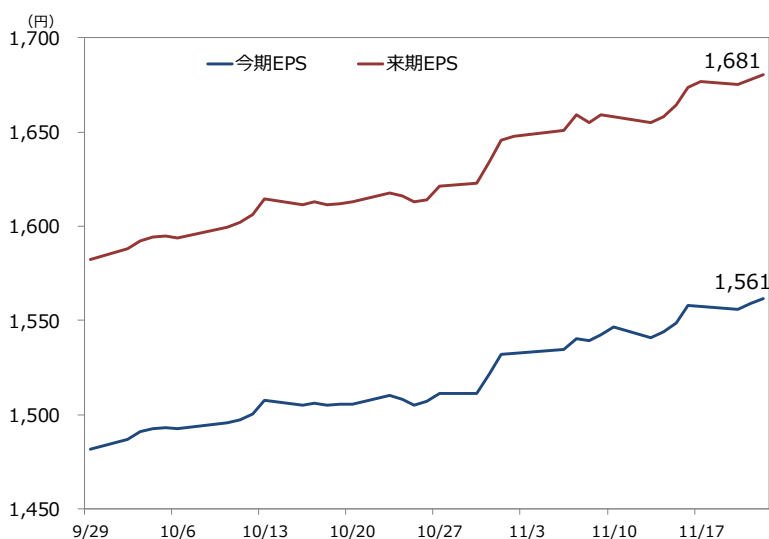
問題は来期の業績をどう見るかだが、現在のアナリスト・コンセンサスは来期 8%増益を見込んでいる。この見通しが変わらなければ、来年度の EPS は 1790 円程度を見ることになる。

	EPS	修正率	増益率 (YoY)
FY 2016 (実績)	1350		
FY 2017 (予想)	期初	1400	3.7%
	中間期 (現在)	1523	8.8%
FY 2017	期末	1657	8.8% 仮定
FY 2018 (予想)	期初	1789	8.0% 仮定

EPS	PER(X)	PRICE
1789	15	26,840
1789	16	28,630
1789	17	30,419
1789	16.8	30,000

実際に、アナリストの来期予想というものは、足元の今期予想が上方修正されれば、それをベースにそっくりそのままスライドさせて形成されるようである。グラフはクイック・コンセンサスから求めた日経平均の今期・来期の EPS だが、平行に上方シフトしているのがみてとれる。おそらく来期がスタートする段階では、そのまま 8%増益がコンセンサスとして使われるだろう。

## 日経平均のEPS推移 (QUICKコンセンサスベース)



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成 QUICKコンセンサスベースのいない銘柄は除いて計算

このままいけば今期の増益率は約 2 割だから、そこから比べれば来期増益率 8%というのは利益成長率が急減速するという見通しになる。相当、保守的な仮定である。その相当保守的な仮定の EPS を、PER 16.8 倍まで評価すれば 3 万円にとどく。

- ①今年度下期も、上期と同率の上方修正がなされる
- ②来期の増益率は今期予想から大幅低下の 8% (アナリスト・コンセンサス)
- ③PER は過去 5 年間の平均 15.5 倍から 1 倍強上の 16.8 倍まで拡大する

この仮定はじゅうぶん現実的だろう。この通りになれば 3 万円である。

PART2 は PBR の話である。日経平均の PBR1.29 倍をもとにすれば現在の実績 BPS は 1 万 7460 円ということだ。今年度の EPS の着地として 1657 円が見込まれるなら、配当性向 35% (内部留保率 65%) として、1077 円が実績 BPS に上乘せされる。

現状の為替や株式市場の環境からして、その他の包括利益の累計額の内訳である「在外営業体の換算差額」や「年金制度の再測定」の項目がマイナスになることは想定しにくい。むしろ円安でさらに純資産が増える可能性があるがそれは仮定には入れず、純粹に今期稼いだ利益の内部留保で利益剰余

金が増える分だけ純資産が大きくなると仮定する。

すると来期に適用される実績 BPS は 1 万 8537 円になるだろう。この BPS1 万 8537 円を分母として、分子にさきほどの予想 EPS1789 円とおいて除したものが ROE(自己資本利益率)だ。9.7%程度になる。

PERPBRROE の関係をおさらいすると以下の通り。

$$\text{式①} \quad \text{ROE} = \frac{\text{1株純利益(EPS)}}{\text{1株純資産(BPS)}}$$

$$\text{式②} \quad \text{PBR} = \frac{\text{株価}}{\text{1株純資産(BPS)}}$$

$$\text{式③} \quad \text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{1株純利益(EPS)}}$$

そうするとこの3者の関係は

$$\text{式④} \quad \text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

$$\frac{\text{株価}}{\text{1株純資産(BPS)}} = \frac{\text{株価}}{\text{1株純利益(EPS)}} \times \frac{\text{1株純利益(EPS)}}{\text{1株純資産(BPS)}}$$

PBRはPERとROEの積で表される。ROEが9.7%と予想されるとき、PERとPBRの関係は以下の通り。

PER(倍)	PBR(倍)
15	1.45
16	1.55
17	1.65

BPS1 万 8537 円が約 6 割のプレミアムをつけて評価されれば(PBR1.6 倍まで買われれば)3 万円に達する。それはこの利益率の仮定で PER が 17 倍近くまで上昇することと同じ意味である。

**ご留意いただきたい事項**

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

**利益相反に関する開示事項**

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号

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