

今期減益の要因と日経平均のバリュエーション

決算発表も一巡して、連続最高益となった前期から今期は 3 期ぶりに減益となる見込み。日経平均を構成する 225 社の当期利益予想の合計は 27 兆 7 千億円で前期実績から 1 兆 8 千億円減少する。これを 1 株当たり利益 (EPS) にすると今期予想 (加重平均ベース) は 1640 円程度になる。前期実績は 1760 円程度だから、6%強の減益予想だ。

僕たちが「日経平均 3 万円への道」を打ち出した昨年の秋、僕は今期予想 EPS を 1770 円と見積もった。その EPS を PER17 倍 (過去平均+1 標準偏差) まで評価すれば、

$$1770 \times 17 = 30,090$$

で日経平均は 3 万円に届く、という見立てであった。前期実績 1760 円だから EPS1770 円という予想は、前期のうちにほぼ届いてしまっていたのである。ただ、それがわかったのは減益予想となっている今期になってから、というのがなんとも皮肉なところだ。皮肉と言えば、今期のスタートは見立ての正反対というのも皮肉である。昨年秋の見立ては今期業績 1 ケタ増益だったが、反対に 1 ケタ減益。PER の過去平均+1 標準偏差ではなく、過去平均マイナス1標準偏差、というのが現状だ。

しかし、この「今期減益」というのを額面通り受け取るのは間違いである。

減少額の上位をみるとトップはソフトバンク、以下自動車。これらの企業は米国の減税で前期に大きく利益が出た銘柄、その反動減という特殊要因がある。5 位の第一生命も前の期に 57%増の 3639 億円と上場来最高益を出した反動。これも米国減税等前期に計上した一時的な利益がなくなる影響で減益を見込むが、実質的には増益になるとして増配に自社株買いを発表し株価は堅調だ。

225 社中、減益は 80 社で全体の 3 分の 1 である。減益の合計額は 3 兆 5 千億円だが上位 30 社で 3 兆 2 千億円、上位 10 社で 2 兆 5 千億円と上位の減益に引っ張られている。

最終の当期利益は特別利益の剥落で減益だが、営業利益ベースでは増益だ。真水の稼ぐ力は高まっている

る。例えばトヨタは営業利益 4%減の予想だが、為替相場の影響を除いた「真水」の値でみると実は 5%の増益だったりする。販売台数の増加や「お家芸」の原価低減を見込んだ強め数字になっている。当期純利益の減益幅が最大のソフトバンクも営業利益は増益予想だ。

最終利益の減益を額面通り受け止めてはいけないというのは、こういう意味だ。そうは言っても、数字は数字。EPS は 1640 円程度に下がる。PER の拡大がなければ 2 万 3000 円程度がフェアバリュー。過去平均の 15 倍まで戻れば 1 月の高値を抜けて 2 万 4000 円台後半まで上昇するのはファンダメンタルズでじゅうぶん可能だが、問題は PER を引き上げるカタリストが乏しいことだ。

2017秋時点

EPS	PER(X)	PRICE
1770	15	26,550
1770	16	28,320
1770	17	30,090

現状 (6%▲)

EPS	PER(X)	PRICE
1640	14	22,960
1640	15	24,600
1640	16	26,240

シナリオ1 前期実績並み回復

EPS	PER(X)	PRICE
1760	14	24,640
1760	15	26,400
1760	16	28,160

出所：QUICK データをもとにマネックス証券作成

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