

ビジネスソリューションセクターレポート

40%ルールとバリュエーションの関係性に関する考察

PER 以外のものさしを探す

2019年6月14日

SBI証券 企業調査部
アナリスト 畑田真

筆者のカバレッジ銘柄は、伝統的なシステムインテグレーターも一部含まれるものの、中小型且つグローバル系の銘柄が多い。またそれらの銘柄の目標株価算定に際しては多くの場合、FY3（3期先）のEPSに対し比較的高水準のPERを乗じている。他セクターや伝統的な大型銘柄と足元のPERなどと単純比較した場合、一見割高な目標株価設定にも感じられよう。本レポートは、米国でポピュラーな「40%ルール」を用いて目標株価の妥当性を補強する事が出来るかを試みたものである。

40%ルールとは「成長率+収益性が40%以上かどうか」で企業の良し悪しを判断する手法

40%ルールとは、SaaS企業など従前のEPSやPERを用いた評価が難しい企業を分析するため主に米国で用いられるルール。成長率+収益性が40%以上であるかどうかによって企業の良し悪しを判断する。明確な定義はないが、本検証では成長率にSGR（売上高成長率）、収益性にはOPM（営業利益率）を用いる事とした。

40%ルールを応用した結果 PER ベースで割高に見える銘柄にも投資検討余地が感じられた

米国ではあくまでSaaS企業を分析するために生まれた40%ルールだが、SBIではこれを、a) SaaSに限定せずあらゆるビジネスモデルの日本企業に適用した場合何らかの知見が得られないか、b) バリュエーションに応用できないか、と考えた。そこで、幅広い業種及び事業規模を網羅し、且つ安定的な数値が出やすい優良企業群とみられるJPX400銘柄をユニバースとして、FY-4（4期前）～FY0（直前期）の5期間において検証を試みた。

まずSGR+OPMが40以上となった企業は全体の10%前後であった。またある程度業種を選別した後、業種別に各期で平均値を算出したところ、SGR+OPMと修正PER（期末時価総額÷営業利益）は近い値になり易い、言い換えればSGR+OPMを修正PERで割った除数が1近辺（0.9～1.2）に収斂する結果となった。これを踏まえ筆者カバレッジ銘柄においてSBI予想ベースで将来想定されるSGR+OPM、修正PERを並べ除数を算出したところ、最大でも1.2以下に収まった。このことは、SBI予想を基にすればSBIの設定した目標株価には一定の妥当性がある事を示唆すると考える。

以上の事から、SGR+OPMの高さはバリュエーションに影響を与え得るものであり、SGR+OPMが高い銘柄についてはPERベースで割高に見えても検討の余地があるものと考えられる。

本検証には課題や弱点も多数あるがバリュエーション判断の補強材料として利用されたい

本検証において上述の除数に関する法則や適正値を導く事が出来れば、そこから逆算して目標株価を算出する事も可能となるが、本検証には弱点や課題が多くそこまでには至らないと判断した。但しPER以外の“ものさし”を持つ事は有益であろう。バリュエーション判断の一助になれば幸いである。

【目標株価・レーティングについて】

目標株価は、当社のアナリストが今後6カ月から1年の期間に達すると予想している株価水準です。投資判断（レーティング）の定義は以下の通りです。

買い：目標株価が現在の株価を15%以上上回ると判断する銘柄

中立：目標株価と現在の株価の差が±15%未満の範囲内であると判断する銘柄

売り：目標株価が現在の株価を15%以上下回ると判断する銘柄

NR：投資判断を実施しない銘柄

RS：一時的にレーティング及び目標株価を付与しない銘柄

※当社レーティングは、2019年4月1日をもって、5段階から3段階に変更いたしました。また、当社アナリストが対象会社を評価・分析した結果算出した目標株価をベースにした絶対評価になります。

※目標株価の根拠についてはレポート本文をご参照ください。

【利益相反関係発生の可能性】

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

【重要な開示事項】

・保有株式等について

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する、もしくは整合しないかたちで、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。

当社が発行済株式総数の5%を超える株式等を保有しているとして大量保有報告を行っている銘柄は当社WEBサイト

(URL：https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kaiji.html)にてご確認頂けます。

・主幹事担当会社について

2015年3月以降、募集・売出し（普通社債を除く）にあたり株式会社SBI証券が、主幹事となっている銘柄は当社WEBサイト

(URL：https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kaiji.html)にてご確認頂けます。

※WEBサイトを閲覧可能な環境にない方は下記【お問い合わせ先】までご連絡下さい。

【お問い合わせ先】

・株式会社SBI証券 カスタマーサービスセンター：0120-104-214

※携帯電話・PHSからは0570-550-104（ナビダイヤル）をご利用ください。

※ナビダイヤルは20秒10円（税抜）の通話料がかかります。

・年末年始を除く平日8:00～18:00

【その他留意事項】

本レポートは株式会社SBI証券により、株式会社SBI証券及び、又はその関連会社の顧客への情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄その他関連する金融商品の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したものです。その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの内容には、本文中に記載されている株式会社SBI証券のアナリストや従業員、又は1社若しくは複数の株式会社SBI証券の関連会社によって単独又は共同で作成された資料が含まれます。また、本レポートの内容は作成時点のものであり、当社は本レポートに記載される情報及び投資判断等の見解を更新する義務を負うものではありません。本レポートに記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。万一、本レポートに基づいてお客さまが損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本レポートは著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。本レポート内の情報は一般的な性質のものであり、お客さまの個別の目的、財務状況又はニーズを考慮することなく作成されています。お客さまは、ご自身の投資判断に対して単独で責任を負っていただく必要があります。お客さまは、ご検討中の証券に関する一切の契約又は書類を締結されるに先立ち、すべての書類を慎重にお読みいただき、最終的な投資判断を行われる前に、提供されたその他一切の関連書類を慎重にお読みいただく必要があります。

【日本：金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

株式会社SBI証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により損失が生じるおそれがあります（信用取引、先物・オプション取引、外国為替保証金取引、取引所CFD（くりっ株365）では差し入れた保証金・証拠金（元本）を上回る損失が生じるおそれがあります）。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、株式会社SBI証券のWEBサイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社WEBサイト（日本語ページのみ）をご参照ください。

(URL：https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html)

商号等：株式会社SBI証券 金融商品取引業者

登録番号：関東財務局長（金商）第44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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【国別・地域別の開示事項】

日本国外へのレポートの配布先は、「機関投資家」のみを対象としています。「機関投資家」の定義は国・地域ごとに異なります。本レポート、又は本レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込みもしくは引受けに関するいかなる契約の締結の申込み又は誘引を目的としたものではありません。

英国：本レポートは英国において、株式会社 SBI 証券により以下（i）～（iii）に該当する者（これらの者をまとめて「関係者」という。）のみに配布されたものです。

- （i） 2000 年金融サービス市場法 2005 年金融販売令（その後の改正を含む。）（「金融販売令」）第 19 条に従い投資に関する専門的経験を有する者
- （ii） 金融販売令第 49 条(2) (a) 乃至 (d) に該当する者（純資産額の大きい企業や法人格のない団体等）
- （iii） その他、本レポートを適法に配布できる者

本レポートは、関係者のみを対象とし、関係者のみに利用可能なものであり、関係者以外の者がそれに基づき行為し又は依拠することはできません。本レポートに関係するいかなる投資又は投資活動も関係者のみが利用し関与できるものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、英国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

米国：本レポートは株式会社 SBI 証券が、1934 年米国証券取引所法（その後の改正を含む。）に基づく規則 15a-6 に従い、同規則に定義される米国主要機関投資家（major U.S. institutional investors）のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、米国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、米国における登録証券業者ではありません。また、本レポートの作成に関与したアナリストは、金融取引業規制機構（FINRA）によりリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。過去の実績は将来の業績を示唆するものではありません。

香港：本レポートは株式会社 SBI 証券が作成したものであり、香港において香港証券先物条例に定義されるプロ投資家（professional investors）に、株式会社 SBI 証券、又は、株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Hong Kong) Limited（本社：Suite 1101, Ocean Centre, Harbour City, 5 Canton Road, Tsimshatsui, Hong Kong、以下「SBIHK」という。）により配布されます。SBIHK は香港証券先物条例に基づき、Type 1 - 証券取引及び Type 4 - 証券取引に関わる助言を行うライセンスを取得しており、香港証券先物取引委員会の規制を受けています。本レポートは香港証券先物条例に定義されるプロ投資家のみを配布対象として作成され、これに該当しない香港の公衆に対して配布、入手又は閲覧されてはなりません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、香港において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

シンガポール：本レポートは株式会社 SBI 証券が、金融アドバイザー規則に基づくライセンスの適用除外に依拠して、シンガポールにおいて同規則に定義される機関投資家（institutional investors）のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、シンガポールにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、シンガポールにおいて、資本市場商品の取引を含む法令で規制された活動を行ういかなるライセンス、授權、承認、又は登録を受けておらず、シンガポールにおける本レポートの受領者又はその他いずれの者に対しても、トレーディング、ブローカレッジその他一切の取引の提供を勧誘し、又は申し出るものではありません。

オーストラリア：本レポートは株式会社 SBI 証券が、オーストラリアにおいてオーストラリア 2001 年会社法に定義されるホールセール顧客（wholesale clients）のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、オーストラリアにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、オーストラリアにおいて同国の金融サービス業ライセンス（以下「AFSL」という。）を保有していませんが、ASIC クラスオーダー 03/824 に従って AFSL 保有義務を免除されています。

中国（上海）：本レポートは適格国内機関投資家による海外証券投資の管理のための試行法に定義される適格国内機関投資家（Qualified Domestic Institutional Investors）のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、中国(上海)において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

台湾：本レポートは株式会社 SBI 証券が作成したものであり、台湾域外からの本レポートの配布は台湾当局のライセンスや承認を得たものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、台湾において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

【英語版レポートの免責事項】

株式会社 SBI 証券が提供するアナリスト・レポートは日本語版がオリジナルの正規版となります。本レポートは、株式会社 SBI 証券に在籍するアナリストが日本語で執筆したアナリスト・レポートを英語に翻訳したものです。英語版作成にあたっての翻訳は、当社が契約するアプリケーション・サービス・プロバイダー（ASP）が提供する自動翻訳ソフトを利用しています。当該ソフトを利用して翻訳された英語版レポートの内容は、アナリスト・レポートの執筆を担当するアナリストが確認していますが、株式会社 SBI 証券、情報発信元及び ASP 業者は、その情報の正確性、最新性、完全性、有用性等いかなる保証をするものではありません。