

# 日本たばこ産業 (2914)

<目標株価変更>

## 減配懸念は払拭されない

- 目標株価を2,400円へ引き上げるが、投資評価は「2」を継続
- 国内ではダウントレーディングが加速、RRP市場も成熟期に突入
- 国内の収益を安定化させない限り、将来への減配懸念は払拭されない

### Action and catalysts

JT(以下「同社」)の目標株価を2,400円へ変更するが、投資評価は「2」を継続。国内たばこは、今年と来年の増税値上げに伴い、来期利益は一旦回復すると予想。ただ国内市場では、ダウントレーディングが加速、RRP市場は成熟期に突入しつつあり、同社のシェアアップの実現が難しい状況と化している。配当利回りは7%台(3/9終値、20年度弊社予想DPS)と魅力的だが、国内で価格主導権を奪還し、収益を安定化させない限り、減配懸念は払拭されないだろう。今年10月の価格戦略と、来期に向け、シェア回復の道筋を示せるかが焦点。新型肺炎の本業への影響は限定的も、新興国通貨の想定以上の下落により、為替減益影響の拡大が懸念されよう。

### What we changed

弊社予想の調整後OPを、20年度4,990億円(前期比-3.3%、為替一定+1.2%)で据え置き、21年度5,520億円(+10.6%)へ従来比+6%増額。来期は、国内の値上効果を340億円(従来比+240億円)と想定し、フルに織り込んだ。また、目標株価の算出基準を、セクター平均の変動リスクを鑑みFCFイールドからDCF法に変更した。

### Our focus points

1)20年度業績見通し:調整後営業利益は前期比-3.3%、国内たばこは-9.2%となる1,700億円、JTIは+4.8%の3,570億円を予想。国内たばこトータルの数量前提は5%減、限界利益が約230億円減少するが、単価効果は80億円程度に留まると想定。JTIは米ドルベースの為替一定では+12%と3期連続の2桁成長を予想。数量は-1.2%も、プライシング効果+7%で880百万ドルの規模感ある増益効果を予想。

2)国内は一段と厳しさが増す:国内たばこの調整後営業利益は21年度1,850億円(+8.8%)への回復を見込むが、23年度以降は減益に転じ24年度は1,630億円と予想。紙巻きは連続的な値上げで、需要減と低価格化(ミックス悪化)が同時に加速すると思われる、RRPで数量とシェアを伸ばすしか同社にとり増益への道はないだろう。ただRRP市場は成長率が前期+6.5%、今期は+3.7%への更なる鈍化が見込まれ、同社がシェアを上げるには難しい状況に転じてきた。来期はRRPで新製品を投入する計画だが、現在取り組んでいる組織改革が奏功して現状を打破できるかは不透明。

	(前回)	(今回)
投資評価	2	<b>2</b>
目標株価	2,300円	<b>2,400円</b>
		乖離率: +18.0%

食品	
業種格付け	中立
株価(3/9)	2,034.0円
1日売買代金(直近30日平均)	12,521百万円
時価総額	4,068,000百万円
発行済株式数	2,000,000千株
外国人持株比率	20.0%
PBR(19/12実)	1.62倍
純有利子負債(19/12実)	617,344百万円
配当利回り(19/12実)	6.3%
ROE(19/12実)	13.2%
中期EPS成長率	7.3%

発行済株式数は自己株を含む  
注: 中期EPS成長率はFY1E~FY5E  
出所: QUICK、SMBC日興証券予想

### Key changes

		20/12 (前予)	20/12 (今予)	20/12 (I/B/E/S)
売上高	十億円	2,151.0	2,160.6	2,197.8
営業利益	十億円	449.0	467.0	480.5
純利益	十億円	313.0	305.0	323.3
EPS	円	176.5	172.0	184.4
DPS	円	160.0	154.0	155.3

		21/12 (前予)	21/12 (今予)	21/12 (I/B/E/S)
売上高	十億円	2,206.0	2,195.9	2,265.8
営業利益	十億円	473.0	510.0	520.3
純利益	十億円	331.0	339.0	358.7
EPS	円	186.6	191.1	202.5
DPS	円	168.0	159.0	157.4

コンセンサスは3月6日時点  
出所: Refinitiv、SMBC日興証券予想

### Analysts

シニアアナリスト  
**高木 直実**  
アナリスト  
**伊原 嶺**

### 日本たばこ産業(2914):業績サマリー(IFRS)

		18/12	19/12	20/12 予	21/12 予	22/12 予	23/12 予	24/12 予
売上高	十億円	2,216.0	2,175.6	2,160.6	2,195.9	2,238.4	2,291.8	2,350.1
営業利益	十億円	565.0	502.4	467.0	510.0	547.0	571.0	596.0
純利益	十億円	385.7	348.2	305.0	339.0	369.0	386.0	405.0
EPS	円	215.3	196.0	172.0	191.1	208.0	217.6	228.3
DPS	円	150.0	154.0	154.0	159.0	165.0	170.0	175.0
PER	倍	12.2	12.4	11.8	10.6	9.8	9.3	8.9
EV/EBITDA	倍	7.4	7.2	6.8	6.2	5.7	5.4	5.1

注: EPSは希薄化前  
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

SMBC NIKKO CAPITAL MARKETS LTD    SMBC NIKKO SECURITIES AMERICA, INC    SMBC日興証券株式会社

SMBC日興証券およびその関連会社は本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が弊社に存在する可能性があることをご認識ください。本レポートはあくまで投資を決定する上での材料の一つとお考えください。

アナリスト認証および米国外のアナリストの開示事項を含む重要な開示事項は末尾の補足をご参照ください。

**Key drivers**

業績ドライバーは、(1)国内たばこのトータルシェアを上昇させる、すなわち、RRP カテゴリーで一定の市場地位を獲得すること、(2)国内市場での連続的な価格是正の実現、(3)海外 JTI のプライシング効果の継続、新興市場での数量成長、更には、海外での RRP 製品の拡販、など。

**Valuation and risks(目標株価:2,400 円)**

目標株価は、DCF 法で算出。前提条件は WACC5.4%、ベータ 0.85、永久成長率-2%。

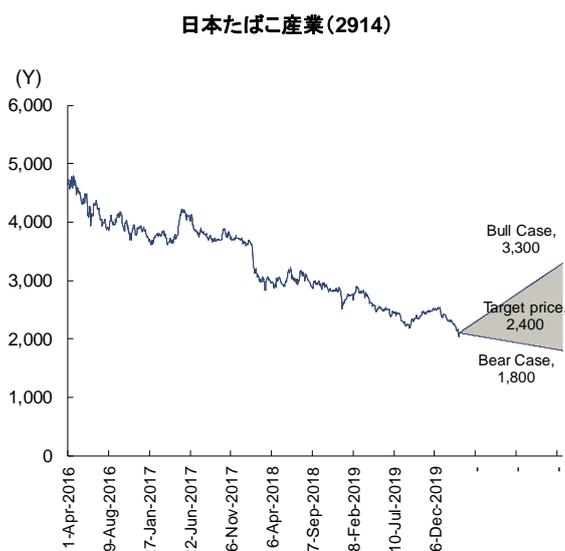
リスク要因は、(1)グローバルでの RRP 競争激化、(2)国内での価格是正力の喪失、(3)新興国通貨の変動、等。

**Bull case fair value(3,300 円)**

ブル・シナリオは(1)国内の RRP 製品が、数年内にトップシェア(35%以上)を獲得するほどのペースに成長が加速する、(2)価格主導権を取り戻し、連続的な値上げを実現、増益の大きな原動力になる、(3)海外でも RRP の成功でプライシング力がより強まる、などの場合。20 年度~24 年度の調整後営業利益年率成長はベースシナリオの 4%→8%へ加速すると想定。ブル・シナリオに基づく DCF で算出される理論株価は、3,300 円と試算される。

**Bear case fair value(1,800 円)**

ベア・シナリオは(1)国内の RRP 製品のシェアが現状の 10%程度から上がらない、(2)価格支配力を喪失し、増税に伴う値上効果を発現できない、(3)海外は RRP が台頭、同社が一定の地位を確立できず、競争激化で、プライシングによる利益増幅の収益構造が崩れるなどの場合。20 年度~24 年度の調整後営業利益年率成長は-2%へ減速する。ベア・シナリオに基づく DCF で算出される理論株価は 1,800 円と試算される。



出所: QUICK、SMBC日興証券予想

**Company profile**

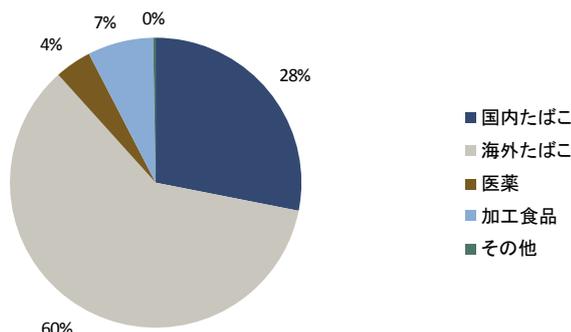
国内たばこ市場は、Reduced Risk Products(RRP)の台頭で、競争の構図が大きく変化。同社は RRP で出遅れ、国内たばこ製品のシェアが 60%台から 19 年度には 50%弱へ低下。RRP カテゴリーのシェアは 19 年度 9%と低い。海外では M&A を積極的に展開させ市場地位を確立。ロシア、英国を中心に、フランス、イタリア、トルコ、台湾など、多地域で事業を展開。ロシア、英国はトップシェアを誇る。

**日本たばこ産業(2914):為替感応度(1 円円安に対する影響)**

	為替前提		20/12 予		為替感応度(十億円)				為替感応度(%)			
			売上高	営業利益	売上高		営業利益		売上高		営業利益	
	Y/\$	Y/€	(十億円)	(十億円)	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€	Y/\$	Y/€
会社予想	108.0	-	2,180.0	471.0	-	-	+3.4	-	-	-	-	-
日興予想	105.0	-	2,160.6	467.0	-	-	+3.4	-	-	-	+0.7	-

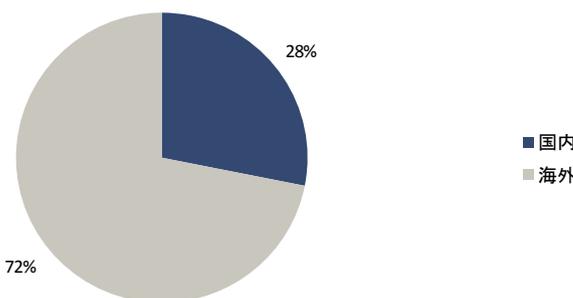
出所:会社資料、SMBC日興証券予想

**事業別売上高(19/12 期実績)**



出所:会社資料、SMBC日興証券

**地域別売上高(19/12 期実績)**



出所:会社資料、SMBC日興証券

日本たばこ産業(2914):業績表(IFRS)												
	売上高 (十億円)	前年比 (%)	営業利益 (十億円)	前年比 (%)	税前利益 (十億円)	前年比 (%)	純利益 (十億円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
18/12	2,216.0	3.6	565.0	0.7	531.5	-1.3	385.7	-1.7	215.3	12.2	14.3	7.4
19/12	2,175.6	-1.8	502.4	-11.1	465.2	-12.5	348.2	-9.7	196.0	12.4	13.2	7.2
20/12	1Q 予	496.1	-1.9	121.3	-33.6	-	-	-	-	-	-	-
20/12	2Q 予	543.0	-1.8	137.8	7.0	-	-	-	-	-	-	-
20/12	3Q 予	585.1	1.7	147.8	14.4	-	-	-	-	-	-	-
20/12	4Q 予	536.5	-1.0	60.1	-2.8	-	-	-	-	-	-	-
20/12	1H 予	1,039.1	-1.8	259.1	-16.8	-	-	-	-	-	-	-
20/12	1-3Q 予	1,624.2	-0.6	406.9	-7.6	-	-	-	-	-	-	-
20/12	会予	2,180.0	0.2	471.0	-6.2	-	305.0	-12.4	172.0	11.8	-	-
20/12	今予	2,160.6	-0.7	467.0	-7.0	432.0	305.0	-12.4	172.0	11.8	11.2	6.8
20/12	前予	2,151.0	-1.1	449.0	-10.6	434.0	313.0	-10.1	176.5	11.5	11.7	6.9
20/12	コンセンサス	2,197.8	1.0	480.5	-4.4	449.2	323.3	-7.2	184.4	11.0	13.5	7.4
21/12	今予	2,195.9	1.6	510.0	9.2	475.0	339.0	11.1	191.1	10.6	12.0	6.2
21/12	前予	2,206.0	2.6	473.0	5.3	459.0	331.0	5.8	186.6	10.9	12.2	6.7
21/12	コンセンサス	2,265.8	3.1	520.3	8.3	492.9	358.7	11.0	202.5	10.0	14.5	6.8
22/12	今予	2,238.4	1.9	547.0	7.3	512.0	369.0	8.8	208.0	9.8	12.7	5.7
22/12	前予	2,266.0	2.7	495.0	4.7	482.0	347.0	4.8	195.7	10.4	12.7	6.5
22/12	コンセンサス	2,318.8	2.3	533.8	2.6	504.9	367.7	2.5	207.2	9.8	12.8	6.6

株価は3月9日時点、コンセンサス(I/B/E/S)は3月6日時点

注:EPSは希薄化前

出所:会社資料、QUICK、Refinitiv、SMBC日興証券予想

日本たばこ産業(2914):主要財務比率									
会計基準	17/12 IFRS	18/12 IFRS	19/12 IFRS	20/12 予 IFRS	21/12 予 IFRS	22/12 予 IFRS	23/12 予 IFRS	24/12 予 IFRS	
<b>一株当たり指標</b>									
EPS(円)	219.1	215.3	196.0	172.0	191.1	208.0	217.6	228.3	
BPS(円)	1,541.9	1,468.4	1,501.1	1,536.7	1,591.9	1,636.6	1,688.8	1,743.1	
DPS(円)	140.0	150.0	154.0	154.0	159.0	165.0	170.0	175.0	
一株当たりFCF(円)	37.2	43.6	235.0	183.8	203.0	214.2	219.9	225.5	
<b>バリュエーション</b>									
PER(倍)	16.6	12.2	12.4	11.8	10.6	9.8	9.3	8.9	
PBR(倍)	2.35	1.78	1.62	1.32	1.28	1.24	1.20	1.17	
PSR(倍)	3.0	2.1	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	
株価FCF倍率(倍)	97.7	60.0	10.4	11.1	10.0	9.5	9.3	9.0	
EV/EBITDA(倍)	9.9	7.4	7.2	6.8	6.2	5.7	5.4	5.1	
配当性向(%)	63.9	69.7	78.6	89.6	83.2	79.3	78.1	76.6	
配当利回り(%)	3.9	5.7	6.3	7.6	7.8	8.1	8.4	8.6	
FCFイールド(%)	1.0	1.7	9.7	9.0	10.0	10.5	10.8	11.1	
<b>収益性</b>									
営業利益率(%)	26.2	25.5	23.1	21.6	23.2	24.4	24.9	25.4	
ROA(%)	7.9	7.2	6.3	5.5	6.1	6.6	6.8	7.1	
ROE(%)	15.0	14.3	13.2	11.2	12.0	12.7	12.9	13.1	
<b>デュボン3</b>									
純利益率(%)	18.3	17.4	16.0	14.1	15.4	16.5	16.8	17.2	
総資産回転率(回)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
財務レバレッジ(倍)	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	
<b>財務健全性</b>									
自己資本比率(%)	52.9	48.2	47.9	50.2	51.2	52.3	53.4	54.5	
D/Eレシオ(倍)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	
有利子負債/営業CF(倍)	1.8	2.1	1.8	1.9	1.6	1.5	1.4	1.3	

株価は3月9日時点

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

日本たばこ産業(2914):同業他社比較									
銘柄コード	会社名	終値	日付	予想1期目コンセンサス					
				Rating*	PER(倍)	PBR(倍)	EV/EBITDA(倍)	OPM(%)	ROE(%)
BATS LN	British American Tobacco	GBP3,106.00	2020/3/6	2	9.3	1.07	8.9	20.4	11.5
IMB LN	Imperial Brands	GBP1,641.80	2020/3/6	2	6.3	3.45	7.4	41.0	48.7
PM US	Philip Morris International	USD87.27	2020/3/6	2	15.7	-13.28	11.9	-	-79.2
SWMA SS	Swedish Match	SEK580.80	2020/3/6	2	20.1	-16.37	15.0	-	-73.9

\*コンセンサス(I/B/E/S)は3月6日時点、コンセンサスのレーティングは1=Strong Buy、2=Buy、3=Hold、4=Sell、5=Strong Sell

出所:QUICK、Refinitiv

1~3 ページに掲載したデータの算出定義については [https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non\\_Fin\\_definitions\\_J.pdf](https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non_Fin_definitions_J.pdf) をご覧ください。

図表1. セグメント別の業績推移

(10億円)	17/12	18/12	19/12	20/12		21/12		22/12		23/12予	24/12予	FY20/12
				今予	前予	今予	前予	今予	前予			会予
<b>調整後純売上高</b>												
国内たばこ	626.8	621.4	611.5	579.3	617.1	560.2	608.7	539.3	603.6	526.2	514.6	580.0
YoY(%)	-8.4	-0.9	-1.6	-5.3	-2.3	-3.3	-1.4	-3.7	-0.8	-2.4	-2.2	-5.2
海外たばこ	1,238	1,312	1,311	1,342	1,290	1,401	1,357	1,462	1,421	1,527	1,594	1,360
YoY(%)	3.2	6.0	-0.1	2.4	-1.1	4.3	5.2	4.4	4.7	4.4	4.4	3.7
海外たばこ(USD mn)	10,498	11,330	11,496	12,200	11,700	12,800	12,300	13,400	12,900	14,000	14,600	12,000
YoY(%)	0.1	7.9	1.5	6.1	2.6	4.9	5.1	4.7	4.9	4.5	4.3	4.4
為替中立(USD mn)	10,457	11,780	12,380	12,300	12,000	12,800	12,300	13,400	12,900	14,000	14,600	12,100
YoY(%)	-0.3	12.2	9.3	7.0	5.3	4.9	5.1	4.7	4.9	4.5	4.3	5.3
医薬品	104.7	114.0	88.5	76.0	75.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	76.0
食品	163.1	161.4	158.6	160.0	163.0	162.0	164.0	164.0	165.0	166.0	168.0	160.0
その他	7.5	6.8	6.1	3.0	6.0	3.0	6.0	3.0	6.0	3.0	3.0	3.0
合計	2,139.7	2,216.0	2,175.6	2,160.6	2,151.0	2,195.9	2,206.0	2,238.4	2,266.0	2,291.8	2,350.1	2,180.0
YoY(%)	-0.2	3.6	-1.8	-0.7	-1.7	1.6	2.6	1.9	2.7	2.4	2.5	0.2
<b>営業利益</b>												
国内たばこ	215.8	192.5	171.0	154.0	169.0	169.0	164.0	173.0	159.0	161.0	147.0	154.0
YoY(%)	-11.6	-10.8	-11.2	-9.9	-8.2	9.7	-3.0	2.4	-3.0	-6.9	-8.7	-9.9
海外たばこ	325.6	339.5	274.0	306.0	280.0	336.5	310.0	369.0	340.0	404.7	443.6	310.0
YoY(%)	7.9	4.3	-19.3	11.7	-3.4	10.0	10.7	9.7	9.7	9.7	9.6	13.1
医薬品	24.1	26.3	72.7	10.0	2.0	10.0	0.0	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
食品	5.4	4.1	5.5	5.0	4.0	5.0	4.5	5.0	4.5	5.0	5.0	5.0
その他	-9.8	3.8	-20.8	-8.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-8.0
営業利益合計	561.1	565.0	502.4	467.0	449.0	510.0	473.0	547.0	495.0	571.0	596.0	471.0
YoY(%)	-5.4	0.7	-11.1	-7.0	-14.0	9.2	5.3	7.3	4.7	4.4	4.4	-6.3
<b>調整後営業利益</b>												
国内たばこ	232.3	209.0	187.2	170.0	185.0	185.0	180.0	189.0	175.0	177.0	163.0	170.0
YoY(%)	-10.7	-10.0	-10.4	-9.2	-7.5	8.8	-2.7	2.2	-2.8	-6.3	-7.9	-9.2
海外たばこ	351.3	384.5	340.8	357.0	335.0	387.5	365.0	420.0	393.0	455.7	494.6	361.0
YoY(%)	4.5	9.5	-11.4	4.8	-2.3	8.5	9.0	8.4	7.7	8.5	8.5	5.9
海外たばこ(USD mn)	3,138	3,493	3,126	3,400	3,190	3,690	3,480	4,000	3,740	4,340	4,710	3,350
YoY(%)	1.4	11.3	-10.5	8.8	1.3	8.5	9.1	8.4	7.5	8.5	8.5	7.2
為替中立(USD mn)	3,219	3,493	3,866	3,490	3,440	3,690	3,480	4,000	3,740	4,340	4,710	3,440
YoY(%)	4.0	11.3	10.7	11.6	9.2	8.5	9.1	8.4	7.5	8.5	8.5	10.0
医薬品	24.1	28.4	15.9	10.0	5.0	10.0	0.0	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
食品	5.4	4.1	5.5	5.0	4.0	5.0	4.5	5.0	4.5	5.0	5.0	5.0
その他	-27.8	-30.6	-33.4	-43.0	-30.0	-35.0	-30.0	-35.0	-30.0	-35.0	-35.0	-43.0
調整後営業利益	585.3	595.5	515.9	499.0	499.0	552.0	520.0	589.0	542.0	613.0	638.0	503.0
YoY(%)	-0.3	1.7	-13.4	-3.3	-5.5	10.6	4.2	6.7	4.2	4.1	4.1	-2.5
為替影響	2.1	0.0	-84.9	-23	-35	0	0	0	0	0	0	-13.0
為替一定	583.2	595.5	600.8	522.0	534.0	552.0	520.0	589.0	542.0	612.7	637.6	516.0
YoY(%)	-0.6	1.7	0.9	1.2	1.1	10.7	4.2	6.7	4.2	4.0	4.0	0.0
税引前利益	538.5	531.5	465.2	432.0	434.0	475.0	459.0	512.0	482.0	536.0	561.0	n.a.
当期純利益	392.4	385.7	348.2	305.0	313.0	339.0	331.0	369.0	347.0	386.0	405.0	305.0
発行済株数(百万株)	1,791	1,791	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774	1,774
基本EPS(円)	219.1	215.3	196.0	171.9	176.5	191.1	186.6	208.0	195.7	217.6	228.3	172.0
DPS(円)	140.0	150.0	154.0	154.0	160.0	159.0	168.0	165.0	174.0	170.0	175.0	154.0

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表2. JTの国内たばこ事業の業績動向

	17/12	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
たばこ製品総需要(億本)	1,715	1,673	1,619	1,562	1,492	1,425	1,368	1,313
YoY	-4.3%	-2.4%	-4.0%	-3.5%	-4.5%	-4.5%	-4.0%	-4.0%
RRPの構成比推移(%)	11.7%	20.1%	23.0%	24.1%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%
紙巻たばこ(億本)	1,514	1,336	1,251	1,186	1,119	1,054	999	945
YoY	-12.9%	-11.8%	-6.4%	-5.2%	-5.6%	-5.8%	-5.3%	-5.3%
JT	929	820	755	710	667	627	596	566
海外メーカー	585.0	516.0	496.0	476.2	451.9	427.3	402.8	379.5
RRP、リスク低減製品(億本)	201	337	363	376	373	370	369	368
YoY	273.9%	67.7%	6.5%	3.7%	-0.9%	-0.7%	-0.3%	-0.4%
Ploom TECH(億本)	3.5	28.0	33.0	38.0	42.0	45.0	47.0	50.0
iQOS(PMI)(億本)	185	260	270	278	269	262	257	253
glo(BAT)(億本)	13	49	60	60	62	63	65	65

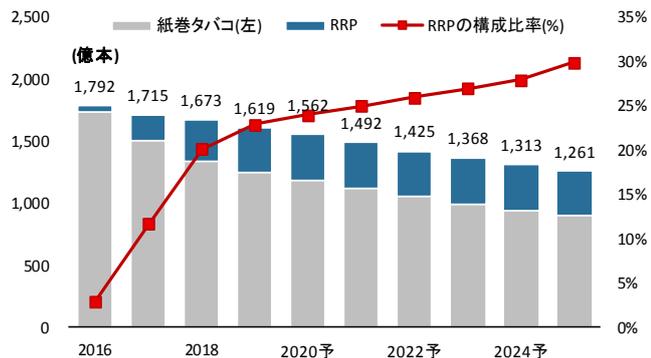
(億本)	17/12	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
JT 全たばこ製品販売本数	933	848	788	748	709	672	643	616
YoY	-12.3%	-9.1%	-7.1%	-5.1%	-5.2%	-5.2%	-4.4%	-4.2%
紙巻たばこ	929	820	755	710	667	627	596	566
YoY	-12.5%	-11.7%	-7.9%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-5.0%	-5.0%
「Ploom TECH」(JT)	3.5	28.0	33.0	38.0	42.0	45.0	47.0	50.0
YoY	257.1%	700.0%	17.9%	15.2%	10.5%	7.1%	4.4%	6.4%
全たばこ製品シェア(紙巻+RRP)								
JT	54.4%	50.7%	48.7%	47.9%	47.5%	47.2%	47.0%	46.9%
海外メーカー	45.6%	49.3%	51.3%	52.1%	52.5%	52.8%	53.0%	53.1%
紙巻タバコシェア								
JT	61.4%	61.4%	60.4%	59.8%	59.6%	59.5%	59.7%	59.9%
海外メーカー	38.6%	38.6%	39.6%	40.2%	40.4%	40.5%	40.3%	40.1%
RRP カテゴリーシェア								
「Ploom TECH」(JT)	1.7%	8.3%	9.1%	10.1%	11.3%	12.1%	12.7%	13.6%
「iQOS」(PMI)	92.0%	77.2%	74.4%	74.0%	72.1%	70.8%	69.7%	68.7%
「glo」(BAT)	6.2%	14.5%	16.5%	15.9%	16.6%	17.0%	17.6%	17.7%
国内たばこ総市場におけるシェア								
「Ploom TECH」(JT)	0.2%	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.4%	3.8%
「iQOS」(PMI)	10.8%	15.5%	16.7%	17.8%	18.0%	18.4%	18.8%	19.2%
「glo」(BAT)	0.7%	2.9%	3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	4.8%	4.9%

JT 国内たばこ売上高(億円)	17/12	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
JT国内たばこ事業計	6,268	6,214	6,115	5,793	5,602	5,393	5,262	5,146
紙巻たばこ	5,806	5,178	5,080	4,826	4,604	4,393	4,236	4,085
「Ploom TECH」	60	480	546	532	547	550	576	612

調整後営業利益の増減要因(億円)	17/12	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
前年度国内たばこ営業利益	2,602	2,323	2,090	1,872	1,700	1,850	1,890	1,770
①限界利益増減	-629	-250	-266	-238	-210	-211	-153	-167
紙巻タバコ	-629	-544	-316	-226	-207	-200	-152	-149
「Ploom TECH」	-	294	50	-11	-3	-11	-1	-18
②単価効果	71	53	272	88	337	225	0	0
③コスト増減	279	-36	-174	-22	20	30	30	30
④Ploom techに関連する販管費増減				-40	-20	0	0	0
<b>今年度国内たばこ営業利益</b>	<b>2,323</b>	<b>2,090</b>	<b>1,872</b>	<b>1,700</b>	<b>1,850</b>	<b>1,890</b>	<b>1,770</b>	<b>1,630</b>
YoY	-10.7%	-10.0%	-10.4%	-9.2%	8.8%	2.2%	-6.3%	-7.9%

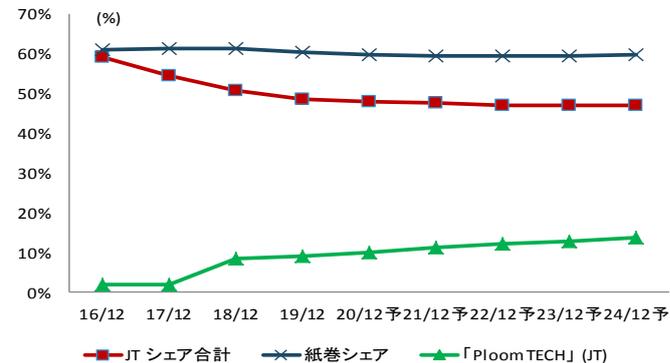
出所:会社資料、SMBC 日興証券予想

図表3. 国内市場の紙巻、RRPの販売本数、RRP比率の推移



出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

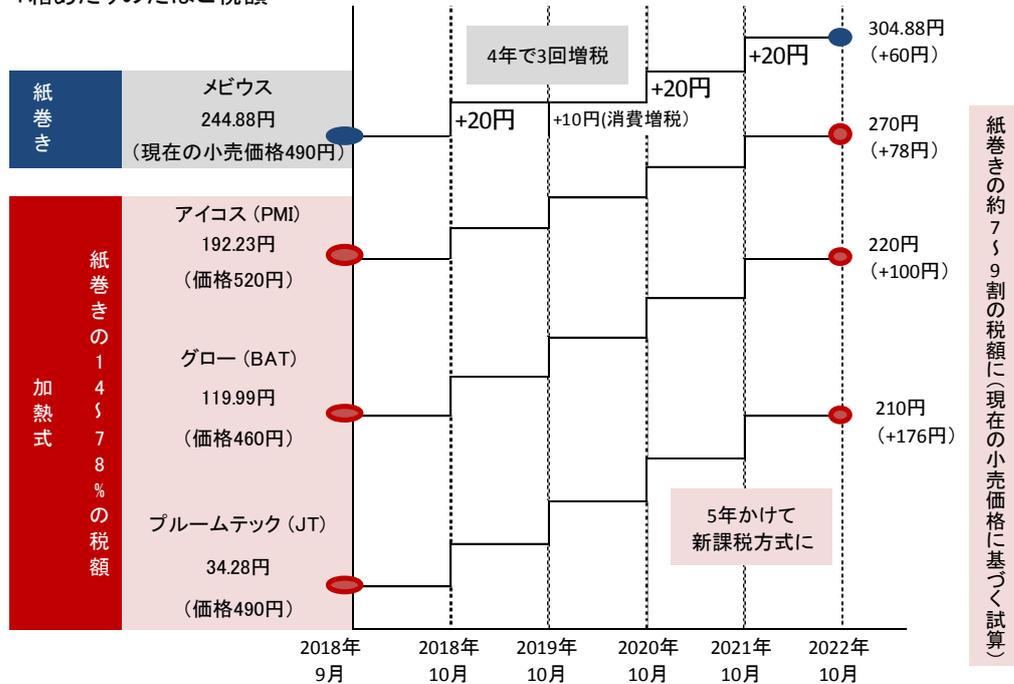
図表4. JTのシェア推移(合計、紙巻、RRP)



出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表5. たばこ税増税のイメージ

1箱あたりのたばこ税額



出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表6. グローバルたばこのバリュエーション比較

コード	通貨	会社名	株価 終値	時価総額 (十億)	PER (倍)			EPS成長率 (%)	配当 (円)		配当利回り (%)		EV/EBITDA (倍)		FCF イールド (%)		営業利益率 (%)
					FY20予	FY21予	FY22予	予想1~3期目	FY20予	FY21予	FY20予	FY21予	FY20予	FY21予	FY20予	FY21予	FY20予
2914JP	JPY	日本たばこ産業	2,034.0	3,642.8	11.8	10.6	9.8	10.0	154.0	159.0	7.6	7.8	6.5	5.8	11.1	10.0	23.1
MO US	USD	Altria Group, Inc.	42.2	79.0	9.5	9.0	8.6	5.0	336.9	387.1	8.3	8.7	9.5	9.1	10.6	10.6	54.9
PM US	USD	Philip Morris International	87.3	135.7	15.7	14.4	13.1	9.2	503.2	530.1	5.4	5.7	11.7	10.8	6.8	7.2	40.7
BATS LN	GBP	British American Tobacco	2,978.5	6,832.0	8.9	8.3	7.8	6.7	300.1	319.7	6.6	7.0	9.1	8.4	11.0	11.9	42.9
IMT LN	GBP	Imperial Tobacco	1,556.4	1,489.1	6.0	5.8	5.7	2.5	290.8	300.7	13.2	14.2	6.8	6.7	14.4	16.3	41.3
平均 (日本企業除く)			-	-	10.0	9.4	8.8	7.4	-	-	8.4	8.9	9.5	8.9	10.7	11.5	43.4

注: (1)JTの予想はSMBC日興証券予想、JT以外の予想はIBESコンセンサス(3月10日)、(2)JTの株価は3月9日、その他は3月6日、(3)時価総額は自己株除く発行済株数で計算、(4)JTの営業利益は調整後営業利益  
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグ、SMBC日興証券予想

図表7. DCFモデル

(単位:10億円)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	after FY2034
売上高	2,175.6	2,160.6	2,195.9	2,238.4	2,291.8	2,350.1	2,373.6	2,397.3	2,397.3	2,397.3	2,397.3	2,373.4	2,349.6	2,326.1	2,279.6	2,234.0	
EBIT	502.4	467.0	510.0	547.0	571.0	582.4	594.1	594.1	594.1	588.1	582.2	570.6	559.2	542.4	526.1	505.1	
減算: 法人税	103.6	116.6	128.3	138.2	144.7	145.6	148.5	148.5	148.5	147.0	145.6	142.7	139.8	135.6	131.5	126.3	
税率	20.6%	25.0%	25.1%	25.3%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
加算: 減価償却	183.9	150.0	155.0	150.0	148.0	126.9	125.8	124.7	119.9	115.1	115.1	111.5	108.1	104.7	102.6	100.5	
% of sales	8.5%	6.9%	7.1%	6.7%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	
減算: 運転資本増加分	-615.0	17.4	12.1	14.7	18.4	14.1	14.2	14.4	14.4	14.4	14.4	14.2	14.1	14.0	13.7	13.4	
% of sales	-28.3%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	
減算: 設備投資	131.4	144.0	140.0	140.0	140.0	138.6	137.2	135.8	134.5	133.1	131.8	130.5	129.2	127.9	126.6	125.3	
加算: その他	-649.4	-8.9	-24.6	-24.1	-25.9	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	
FCF	416.8	330.0	360.0	380.0	390.0	386.0	394.9	395.0	391.6	383.6	380.6	369.8	359.2	344.6	331.9	315.6	
y/y	433.8%	-20.8%	9.1%	5.6%	2.6%	-1.0%	2.3%	0.0%	-0.9%	-2.0%	-0.8%	-2.8%	-2.9%	-4.1%	-3.7%	-4.9%	
ターミナルバリュー																	4,198

FCF 現在価値	3,729	株価資本コスト	
ターミナルバリュー現在価値	1,603	リスクフリーレート	1.5%
エンタープライズバリュー(EV)	5,332	株式のリスクプレミアム	6.0%
加算: B/S上の現預金	357	ベータ	0.85
加算: 有価証券	0	株主資本コスト	6.6%
減算: 有利子負債	975	資本構成	
減算: 退職給付引当	321	有利子負債	26%
減算: 少数株主持分	81	株主資本	74%
株主資本の価値	4,313	加重平均資本コスト(WACC)	
発行株式数(百万株)	1,774	負債コスト(税引き後)	1.86%
理論株価(円)	2,432	株主資本コスト	6.6%
現在の株価	2,034	加重平均資本コスト	5.4%
上昇余地	19.5%	ターミナルバリュー算定の 前提となる長期成長率	-2.0%

注: (1)加算/減算するBS項目は19/12期実績、(2)3月9日時点  
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表8. 業績予想の主な前提条件

	17/12	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
国内たばこ								
紙巻たばこ 数量(億本)	929	820	755	710	667	627	596	566
YoY	-12.5%	-11.7%	-7.9%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-5.0%	-5.0%
紙巻たばこ JTシェア	61.4%	61.4%	60.4%	59.8%	59.6%	59.5%	59.7%	59.9%
「Ploom TECH」数量(億本)	3.5	28.0	33.0	38.0	42.0	45.0	47.0	50.0
「Ploom TECH」RRP内シェア	1.7%	8.3%	9.1%	10.1%	11.3%	12.1%	12.7%	13.6%
全たばこ製品 シェア	54.4%	50.7%	48.7%	47.9%	47.5%	47.2%	47.0%	46.9%
純売上高YoY	-8.4%	-0.9%	-1.6%	-5.3%	-3.3%	-3.7%	-0.8%	-2.4%
調整後OPM	37.1%	33.6%	30.6%	29.3%	33.0%	35.0%	33.6%	31.7%
海外たばこ								
数量YoY	-0.1%	7.3%	4.3%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-0.8%
(ドルベース) 純売上高YoY	0.1%	7.9%	1.5%	6.1%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%
(為替中立)YoY	-0.3%	12.2%	9.3%	7.0%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%
単価・ミックス効果	-0.3%	4.9%	5.0%	8.1%	6.1%	5.8%	5.4%	5.1%
Adj. OPマージン	29.9%	30.8%	27.2%	27.9%	28.8%	29.9%	31.0%	32.3%
為替レート								
円/米ドル	112.2	110.4	109.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
英ポンド/米ドル	0.78	0.75	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
ユーロ/米ドル	0.89	0.85	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
ルーブル/米ドル	58.35	62.7	64.7	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表9. 為替前提と影響

	FY16	FY17	FY18	FY19	YoY	FY20E	YoY	FY20CoE	Spot(3/9/20)
RUB/USD	67.1	58.4	62.7	64.7	3.3%	63.0	-2.7%	63.0	68.5
GBP/USD	0.74	0.78	0.75	0.78	4.0%	0.78	0.0%	0.78	0.77
EUR/USD	0.90	0.89	0.85	0.89	4.7%	0.89	0.0%	0.89	0.88
CHF/USD	0.98	0.98	0.98	0.99	1.0%	0.97	-2.0%	0.97	0.94
TWD/USD	32.2	30.4	30.1	30.9	2.5%	30.00	-2.9%	30.00	29.9
TRY/USD	3.02	3.64	4.8	5.7	17.6%	6.20	9.3%	6.20	6.09
UAH/USD	25.52	-	-	-	-	-	-	-	-
IRR/USD	31,625	38,811	61,649	104,046	68.8%	130,000	24.9%	130,000	150,000
Y/USD	108.8	112.2	110.4	109.0	-1.3%	105.0	-3.7%	108.0	105.5

	感応度(ドルに対し1%の変動)			為替影響		
	FY18	FY19	FY20E	FY18	FY19	FY20E
ルーブル	\$15mn	\$15mn	\$16.5mn	-\$104mn	-\$50mn	+\$45mn
ポンド	\$7.5mn	\$7.5mn	\$8.3mn	+\$30mn	-\$30mn	-
ユーロ	\$7.5mn	\$5mn	\$5.5mn	+\$35mn	-\$24mn	-
台湾ドル	\$7.5mn	\$5mn	\$5.5mn	+\$7.5mn	-\$13mn	-\$11mn
スイスフラン	-\$6mn	-\$5mn	-\$5.5mn	\$0	\$5mn	-\$11mn
トルコリラ	\$2.5mn	\$2.5mn	\$2.75mn	-\$60mn	-\$44mn	-\$26mn
イラン	\$5mn	\$5mn	\$2.75mn	-\$185mn	-\$340mn	-\$68mn
その他の通貨				-\$38.5mn	-\$244mn	-\$20mn
1)JTIへの影響				-\$315mn	-\$740mn	-\$90mn
2)円換算の影響	Y3.3bn	Y3.2bn	Y3.35bn	-\$5.7bn	-\$4.4bn	-\$13.5bn
3)全社への影響				-\$41.7bn	-\$84.9bn	-\$23bn

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表10. 海外たばこ事業の業績予想前提

2914 日本たばこ産業	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
<b>売上高</b>							
北中欧							
売上高(百万ドル)	2,037	2,283	2,416	2,512	2,611	2,714	2,821
販売本数前提(十億本)	53	56	56	56	55	55	54
前年比(%)	2.7	5.1	0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
南西欧							
売上高(百万ドル)	1,935	2,090	2,164	2,174	2,184	2,194	2,205
販売本数前提(十億本)	64	65	66	65	64	63	62
前年比(%)	-0.6	1.7	1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
CIS+							
売上高(百万ドル)	2,967	2,938	2,651	2,944	3,331	3,712	4,087
販売本数前提(十億本)	134	132	125	117	110	104	98
前年比(%)	0.8	-1.9	-5.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0
その他地域							
売上高(百万ドル)	4,840	5,069	5,069	5,170	5,274	5,379	5,487
販売本数前提(十億本)	177	194	194	197	201	205	209
前年比(%)	18.1	9.6	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
合計(百万ドル)	11,330	11,496	12,200	12,800	13,400	14,000	14,600
前年比(%)	7.9	1.5	6.1	4.9	4.7	4.5	4.3
販売本数前提(十億本)	428	446	441	435	431	427	423
前年比(%)	7.3	4.3	-1.2	-1.2	-1.1	-1.0	-0.8
単価・ミックス効果(%)	4.9	5.0	8.1	6.1	5.8	5.4	5.1
<b>調整後営業利益(為替一定、百万ドル)</b>							
北中欧	871	915	867	896	911	952	993
南西欧	606	714	725	728	752	785	819
CIS+	1,216	1,083	1,110	1,204	1,302	1,381	1,459
その他地域	1,116	1,154	786	862	1,035	1,223	1,441
合計	3,493	3,866	3,490	3,690	4,000	4,340	4,710
<b>調整後営業利益構成比(%)</b>							
北中欧	22.9	23.7	24.9	24.3	22.8	21.9	21.1
南西欧	15.9	18.5	20.8	19.7	18.8	18.1	17.4
CIS+	31.9	28.0	31.8	32.6	32.6	31.8	31.0
その他地域	29.3	29.8	22.5	23.4	25.9	28.2	30.6
合計	100	100	100	100	100	100	100
<b>調整後OPマージン(%, 為替中立ベース)</b>							
北中欧	42.8	40.1	39.5	40.0	40.0	40.0	40.0
南西欧	31.3	34.2	33.0	32.5	33.0	33.0	33.0
CIS+	41.0	36.9	35.0	35.5	36.0	36.5	37.0
その他地域	23.1	22.8	16.6	17.5	19.8	22.4	25.3
合計	29.7	33.6	28.6	28.8	29.9	31.0	32.3

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表11.財務諸表モデル (1)

(単位: 十億円)

2914 日本たばこ産業	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
<b>P/L</b>							
売上収益	2,216.0	2,175.6	2,160.6	2,195.9	2,238.4	2,291.8	2,350.1
(前期比、%)	3.6	-1.8	-0.7	1.6	1.9	2.4	2.5
売上原価	933.0	942.3	929.1	944.2	951.3	974.0	998.8
(構成比、%)	42.1	43.3	43.0	43.0	42.5	42.5	42.5
(前期比、%)	10.6	1.0	-1.4	1.6	0.8	2.4	2.5
売上総利益	1,282.9	1,233.3	1,231.6	1,251.6	1,287.1	1,317.8	1,351.3
(構成比、%)	57.9	56.7	57.0	57.0	57.5	57.5	57.5
(前期比、%)	-1.0	-3.9	-0.1	1.6	2.8	2.4	2.5
その他営業収益	48.5	95.7	30.0	30.0	30.0	50.0	50.0
持分法利益	3.9	5.0	7.0	7.5	8.0	8.5	8.5
販売費及び一般管理費	770.4	831.7	812.1	789.1	789.1	816.1	825.1
(構成比、%)	34.8	38.2	37.6	35.9	35.3	35.6	35.1
(前期比、%)	-2.1	8.0	-2.4	-2.8	0.0	3.4	1.1
人件費	269.0	309.6	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
広告宣伝費	29.1	33.5	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0
販売促進費	106.2	102.1	112.0	115.0	115.0	115.0	115.0
その他	158.9	159.8	164.0	138.0	138.0	167.0	176.0
調整後営業利益	595.5	515.9	499.0	552.0	589.0	613.0	638.0
(構成比、%)	26.9	23.7	23.1	25.1	26.3	26.7	27.1
(前期比、%)	1.7	-13.4	-3.3	10.6	6.7	4.1	4.1
営業利益	565.0	502.4	467.0	510.0	547.0	571.0	596.0
(構成比、%)	25.5	23.1	21.6	23.2	24.4	24.9	25.4
(前期比、%)	0.7	-11.1	-7.0	9.2	7.3	4.4	4.4
金融収支	-33.5	-37.1	-35.0	-35.0	-35.0	-35.0	-35.0
税引前利益	531.5	465.2	432.0	475.0	512.0	536.0	561.0
(構成比、%)	24.0	21.4	20.0	21.6	22.9	23.4	23.9
(前期比、%)	-1.3	-12.5	-7.1	10.0	7.8	4.7	4.7
法人所得税費用	144.1	103.6	116.6	128.3	138.2	144.7	151.5
(税率、%)	27.1	22.3	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
親会社所有者に帰属する当期利益	385.7	348.2	305.0	339.0	369.0	386.0	405.0
(構成比、%)	17.4	16.0	14.1	15.4	16.5	16.8	17.2
(前期比、%)	-1.7	-9.7	-12.4	11.1	8.8	4.6	4.9
非支配持分に帰属する当期利益	1.8	13.4	10.0	8.0	5.0	5.0	5.0
減価償却費	158.7	183.9	150.0	155.0	150.0	148.0	148.0
設備投資	159.8	131.4	144.0	140.0	140.0	140.0	140.0
EBITDA	723.7	686.2	617.0	665.0	697.0	719.0	744.0
EBITDA (調整後営業利益ベース)	754.1	699.8	649.0	707.0	739.0	761.0	786.0

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

図表12.財務諸表モデル (2)

(単位: 十億円)

2914 日本たばこ産業	18/12	19/12	20/12予	21/12予	22/12予	23/12予	24/12予
<b>B/S</b>							
流動資産	1,809.4	1,925.7	1,915.2	1,963.5	2,025.6	2,093.4	2,163.7
現金及び現金同等物	282.1	357.2	357.2	387.2	427.2	467.2	507.2
営業債権及びその他の債権	456.6	458.5	450.1	457.5	466.3	477.5	489.6
棚卸資産	649.2	677.6	672.9	683.9	697.1	713.8	731.9
その他金融資産	35.6	21.9	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
その他	385.9	410.5	413.0	413.0	413.0	413.0	413.0
有形固定資産	758.8	803.2	797.2	782.2	772.2	764.2	756.2
持分法で会計処理されている投資	66.8	52.9	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
その他の金融資産	115.0	109.6	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
のれん及び無形資産	2,511.5	2,442.9	2,443.0	2,443.0	2,443.0	2,443.0	2,443.0
その他資産	199.8	218.8	234.0	234.0	234.0	234.0	234.0
総資産	5,461.4	5,553.1	5,552.4	5,585.8	5,637.9	5,697.6	5,759.9
流動負債	1,430.2	1,501.8	1,461.1	1,467.3	1,474.7	1,484.1	1,494.3
営業債務及びその他の債務	380.5	408.6	378.1	384.3	391.7	401.1	411.3
社債、借入金	250.5	284.1	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0
その他	799.2	809.0	803.0	803.0	803.0	803.0	803.0
非流動負債	1,330.8	1,307.7	1,211.4	1,161.4	1,111.4	1,061.4	1,011.4
社債、借入金	727.3	690.4	640.4	590.4	540.4	490.4	440.4
その他	603.5	617.3	571.0	571.0	571.0	571.0	571.0
非支配持分	69.9	80.9	90.9	98.9	103.9	108.9	113.9
資本	2,700.4	2,743.5	2,879.9	2,957.0	3,051.7	3,152.1	3,254.2
ネット有利子負債	695.7	617.3	563.2	483.2	393.2	303.2	213.2
<b>C/F</b>							
営業キャッシュフロー	461.4	540.4	490.0	530.0	550.0	560.0	570.0
調整後営業利益	595.5	515.9	499.0	552.0	589.0	613.0	638.0
減価償却費	158.7	183.9	150.0	155.0	150.0	148.0	148.0
運転資本増減	-88.5	615.0	-17.4	-12.1	-14.7	-18.4	-20.1
法人税等の支払額	-124.4	-147.1	-103.6	-116.6	-128.3	-138.2	-144.7
その他	-79.9	-627.3	-38.0	-48.2	-46.1	-44.3	-51.2
投資キャッシュフロー	-383.3	-123.6	-164.0	-170.0	-170.0	-170.0	-170.0
有形固定資産への投資	-158.8	-133.4	-144.0	-140.0	-140.0	-140.0	-140.0
無形固定資産、株式などへの投資	-189.8	93.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	-34.7	-83.7	-20.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
財務キャッシュフロー	-62.4	-333.8	-330.0	-330.0	-340.0	-350.0	-360.0
借入金の増減	-77.4	-456.5	-54.1	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0
配当金支払い	-259.7	-270.9	-273.2	-282.7	-292.7	-301.1	-309.9
その他	274.7	393.6	-2.7	2.7	2.7	1.1	-0.1
現金及び現金同等物の期末残高	282.1	357.2	357.2	387.2	427.2	467.2	507.2
フリーキャッシュフロー	78.1	416.8	326.0	360.0	380.0	390.0	400.0
<b>一株当たり情報</b>							
EPS(円)	215.3	196.3	171.9	191.1	208.0	217.6	228.3
BPS(円)	1,468.4	1,501.1	1,536.7	1,591.8	1,636.6	1,688.8	1,743.0
DPS(円)	150.0	154.0	154.0	159.0	165.0	170.0	175.0
一株当たりのFCF(円)	43.6	235.0	183.8	203.0	214.2	219.9	225.5
配当性向(%)	69.7	78.5	89.6	83.4	79.3	78.0	76.5
発行済み株式数(千株)	1,791,423	1,773,803	1,773,803	1,773,803	1,773,803	1,773,803	1,773,803
<b>財務指標</b>							
調整後営業利益率(%)	26.9	23.7	23.1	25.1	26.3	26.7	27.1
ROE(%)	14.3	13.2	11.2	12.0	12.7	12.9	13.1
D/Eレシオ(倍)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
ネットD/Eレシオ(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
自己資本比率(%)	49.4	49.4	51.9	52.9	54.1	55.3	56.5
ROA(営業利益/総資産)(%)	10.3	9.0	8.4	9.1	9.7	10.0	10.3

出所: 会社資料、SMBC 日興証券予想

## 補 足

### 【アナリストによる証明】

SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

### 【重要な開示情報】

1. 弊社は、本調査レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります。該当なし
2. 弊社の役員は、本調査レポートの対象会社の役員を兼任しています。該当なし
- 3-1. 弊社、SMBC Nikko Securities America, Inc. (以下「SI社」といいます)およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています(前月末時点): 日本たばこ産業
- 3-2. 弊社は、0.5%超の株式ネットロングポジションを保有しています(レポート発行日の2営業日前時点): 該当なし
- 3-3. 弊社は、0.5%超の株式ネットショートポジションを保有しています(レポート発行日の2営業日前時点): 該当なし
4. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12か月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました。該当なし
5. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として過去12か月以内に報酬を受領しています。該当なし
6. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として今後3 か月以内に報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています。該当なし
7. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社から過去12か月以内に投資銀行業務以外の業務に係る報酬を受領しています。日本たばこ産業
8. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります。該当なし
9. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務以外の証券業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります。日本たばこ産業
10. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と証券業務以外の業務において過去12か月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります。日本たばこ産業
11. 弊社およびSI社は、株式のマーケットメイク業務を行っていません。
12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています。該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています。該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券(普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など)を保有しています。該当なし

(2020年03月09日現在)

目標株価は、弊社のアナリストが今後6~12か月の期間に達すると予想している株価水準です。

各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。

投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6~12か月です。

- 1(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
  - 2(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
  - 3(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
- NR: 投資評価を実施しない場合。  
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

また、2012年10月30日から2016年11月16日までの期間で、本調査レポートの業種分類において、中小型成長株に分類された銘柄の投資評価の定義は以下の通りで、対象期間は今後6~12か月です。市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- A(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
  - B(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
  - C(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。
- NR: 投資評価を実施しない場合。  
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6~12か月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- 強気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
- 中立: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
- 弱気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

## 【投資評価の分布】

弊社がカバーしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとに弊社、SI社およびその関連会社等が投資銀行業務を過去12ヵ月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2020年03月09日現在)

	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1)全調査対象銘柄	33%	59%	7%	1%
(2)投資銀行部門の顧客	44%	40%	24%	50%

※弊社の投資評価である1(アウトパフォーマンス)、2(中立)、3(アンダーパフォーマンス)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、弊社の投資評価は、上記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含む弊社全体の収益に基づき支払われています。

株価チャートと投資評価の推移は、以下の通りとなっています。

(2020年03月09日現在)

日本たばこ産業(2914)/ 食品



	日付	株価	投資評価	目標株価	業種格付け
	2016/10/26	3,965.0	1	4,800	中立
1	2017/11/15	3,705.0	1	4,700	中立
2	2018/04/03	3,058.0	2	3,000	中立
3	2018/06/20	3,143.0	2	3,500	中立
4	2019/02/26	2,885.0	2	3,260	弱気
5	2019/05/21	2,555.0	2	2,800	中立
6	2019/09/05	2,219.5	2	2,300	中立

株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当する弊社のセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

## 【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、弊社が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませよう願いたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供するため作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

## 【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

**【手数料等について】**(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.265%(ただし、最低手数料5,500円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

### 【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があるとともに、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

### 【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

### 【弊社の加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、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配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査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、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

**[米国]** 本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc.(以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、FINRA Rules 2241 および 2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

**[カナダ]** 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

**[香港]** 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

**[中国]** 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

**[台湾]** 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

**[シンガポール]** 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.(以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110Iにおいて定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査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、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

**[英国、EU、中東およびアフリカ]** 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CMLN社」といいます)あるいはSMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH(以下「CMFRA社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはCMFRA社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはCMFRA社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited(所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority、所在地: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。

SMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH (所在地: Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登記番号 HRB110304)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (“BaFin”)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされており、本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。