

ソニーフィナンシャルホールディングス (8729)

3Q 速報値: 通期会社計画に対する進捗率は 73%。4Q に売却益が計上され、会社計画は達成可能だろう

同社は 2 月 2 日付で、JGAAP の 2016 年度 3Q 実績の速報値を発表した。またソニー(株)の決算発表で、金融事業の USGAAP 利益が公表された。

- 3ヶ月の利益が 2Q、3Q と低めなのはヘッジ損によるが、ヘッジ対象の有価証券が 4Q に計画通り売却されれば売却益が上積みされ、会社計画は達成可能。JGAAP の 3Q 累計純利益は 337 億円と、通期会社計画 460 億円に対して 73%の進捗だ。3Q 累計経常利益は 503 億円と通期会社計画 710 億円に対して 71%の進捗だ。1Q は、キャピタルゲインが FX や株のヘッジ益で大きかった上、危険差益が季節要因でやや高かった。2Q は 1Q とは逆で FX や株のヘッジで評価損が計上され利益が低かったが、相場動向や速報値をみると 3Q もこの傾向だったと見られる。ノイズとなっているヘッジポジションは 16 年度中に有価証券売却益 70 億円を確保するためのものであり、まだ実現売却益は限定的(上期で 13 億円)であるから、4Q にはこれが実現され、通期会社計画は達成可能だろう。2 月 14 日の本決算では、最低保証責任準備金繰入の変動額とヘッジ損益にも注目している。2Q は市況は回復したが、オーバーヘッジにより責任準備金取崩とネット後でヘッジ損となっていたが、3Q もその傾向と推定している。
- USGAAP の 3Q 累計の営業利益は 1,111 億円、純利益は 793 億円だった。ソニー(株)の通期の会社計画では、金融事業の営業利益は 1,500 億円であり、3Q 累計はその 74%と順調だった。キャピタルゲインは JGAAP 同様の傾向と考えられる。ソニー銀行では、外貨預金(負債側)の円価額の変動が損益計算書に毎四半期影響する。外貨預金は外貨資産にマッチしており、為替変動の影響は経済的に中立だが、USGAAP では、資産側の変動は資本直入で、負債側のみ損益に反映されることにより、損益が振れる。同社の外貨預金は、豪ドルと米ドルが多い。米ドルは 9 月末から 12 月末にかけて 15.4%円安となり、豪ドルは 8.5%円安となったため、外貨預金(負債)の円価額が増加した分が損益にマイナス影響となり、図表 2 の営業利益のうちソニー生命以外の利益が QoQ で減少し、マイナスだった。上述のとおり、PL と BS 上の扱いのミスマッチによるものであり、懸念はない。

ソニーフィナンシャルホールディングス (ロイター: 8729.T, ブルームバーグ: 8729 JT)

	2015/3	2016/3	2017/3 予	2018/3 予	2019/3 予
経常収益(百万円)	1,352,325	1,362,044	1,394,476	1,458,648	1,526,036
生命保険料(百万円)	912,605	1,026,615	1,087,971	1,145,417	1,200,432
経常利益(百万円)	90,062	71,103	70,122	70,636	72,024
当期利益(百万円)	54,419	43,355	46,144	46,504	47,476
EPS(円)	125.10	99.67	106.08	106.91	109.14
PER(倍)	15.0	18.8	17.7	17.6	17.2
一株当り修正 EV(円)	3,288.25	2,702.00	3,267.71	3,327.66	-
株価修正 EV 倍率	0.57	0.70	0.57	0.56	-

出所: 会社資料、ブルームバーグ、J.P.モルガン予想

Overweight

8729.T, 8729 JT

株価: 1,878 円

目標株価: 2,100 円

日本 株式調査部
 保険・証券・その他金融
 辻野 菜摘 AC

ブルームバーグ JPMA TSUJINO <GO>
 JP モルガン証券株式会社

株価パフォーマンス



会社データ

株価(円)	1,878
日付	2017/02/02
時価総額(億円)	8,169.3
時価総額(億ドル)	72.1
発行済み株式数(百万)	435
52週レンジ(円)	1,994-1,049
TOPIX	1,510.41
配当金(円)	55.00
配当利回り(%)	2.9%
ROE	7.5%
目標株価(円)	2,100
目標株価達成予想期間	31-Dec-17

アナリストによる保証および米国以外のアナリストのディスクロージャーを含む重要なディスクロージャーに関しては 17 ページ目をご覧ください。J.P.モルガンは本リサーチでカバーした会社と取引関係にある、もしくは今後取引をする意図があります。従って、投資家は本レポートの客観性に影響を与え得る利害関係が存在する可能性をご理解ください。投資家は、本レポートが、投資判断の材料の一つにすぎないことをご理解ください。

持分法投資利益がマイナスとなったが、こちらはソニーライフエイゴンおよびそのヘッジを行っている子会社の損失と見られる。最低保証のヘッジは経済価値でヘッジがうまく行っても財務会計ベースではタイミングによっては損益が発生することがあり、特段の懸念の必要はないと見ている。

- **投資判断は「Overweight」**、目標株価は2,100円を継続する。目標株価は前回目標株価修正時の12月9日の市場環境を使用した2018年3月末予想EVに目標株価EV倍率0.62倍を適用している。金利低下がそれほど大きな懸念材料でなかった時期には同社株は株価EV倍率0.65~0.7倍でトレードされてきた。また、イールドカーブがスティープ化すれば、図表10のようにEVは簡単に2割前後上昇し得ることから、現在よりも高い株価EV倍率が許容される可能性があると考え。従って、今後、日本の金融政策の転換が明らかになれば、株価はもっと上がる可能性があるとしてJ.P.モルガンでは見ている。

図表 1: ソニーフィナンシャルホールディングスの連結業績と会社予想

百万円、日本基準

	13年度 通期	14年度 通期	15年度 通期	15年度 第1 四半期	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期	16年度 第3 四半期	16年度 通期 会社予想
経常収益	1,320,456	1,352,325	1,362,044	357,312	304,959	373,863	325,910	326,614	305,309	409,377	1,450,000
経常利益	76,136	90,062	71,103	18,952	9,881	28,617	13,653	25,504	11,612	13,184	71,000
ソニー生命	69,206	79,666	60,793	15,137	7,749	26,156	11,751	23,371	9,850		62,500
ソニー損保	3,003	4,209	4,680	2,122	629	1,072	857	2,865	503		4,400
ソニー銀行	5,845	7,298	5,857	1,862	1,521	1,224	1,250	717	906		4,500
当期純利益	40,504	54,419	43,355	12,834	6,315	19,075	5,131	17,665	7,454	8,581	46,000

出所: 会社資料

図表 2: ソニー株式会社の金融セグメントの四半期損益計算書 (USGAAP)

百万円

	13年度	14年度	15年度	14年度 第4 四半期	15年度 第1 四半期	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期	16年度 第3 四半期
期末TOPIX	1,202.89	1,543.11	1,347.20	1,543.11	1,630.40	1,411.16	1,547.30	1,347.20	1,245.82	1,322.78	1,518.61
期初からの TOPIX 増減率	16.3%	28.3%	-12.7%	9.6%	5.7%	-13.4%	9.6%	-12.9%	-7.5%	6.2%	14.8%
期末のドル円	103.07	119.95	112.35	119.95	122.5	120.24	120.45	112.35	102.68	101.10	116.80
期初からのドル円増減率	9.4%	16.4%	-6.3%	0.1%	2.1%	-1.8%	0.2%	-6.7%	-8.6%	-1.5%	15.5%
金融ビジネス収入	993,846	1,083,629	1,073,069	262,160	279,386	210,732	322,043	260,908	232,719	260,510	319,142
金融ビジネス費用および営業費用	821,218	889,540	915,881	211,300	233,736	168,775	269,910	243,460	183,444	227,032	288,546
持ち分法による投資損失	-2,336	-782	-645	139	322	-782	87	-272	-728	85	-1,600
営業利益	170,292	193,307	156,543	50,999	45,972	41,175	52,220	17,176	48,547	33,563	28,996
うちソニー生命	159,800	178,000	138,800	43,900	40,900	34,700	51,600	11,600	41,500	31,000	31,000
うちその他	10,492	15,307	17,743	7,099	5,072	6,475	620	5,576	7,047	2,563	-2,004
その他の収益(費用)ネット	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	170,294	193,307	156,543	50,999	45,972	41,175	52,220	17,176	48,547	33,563	28,996
法人税等その他	54,161	42,184	37,741	-2,329	13,860	12,199	15,556	-3,874	13,458	9,989	8,394
当期純利益	116,133	151,123	118,802	53,328	32,112	28,976	36,664	21,050	35,089	23,574	20,602
株主資本	1,081,003	1,249,126	1,386,836	1,249,126	1,254,575	1,280,340	1,326,997	1,386,836	1,425,415	1,414,865	1,418,348
ROE	11.3%	13.0%	9.0%	17.4%	10.3%	9.1%	11.2%	6.2%	10.0%	6.6%	5.8%
ソニー生命の USGAAP 営業利益(A)	159,800	178,000	138,800	43,900	40,900	34,700	51,600	11,600	41,500	31,000	31,000
ソニー生命の経常利益<日本基準> (B)	69,206	79,666	60,793	12,559	15,137	7,749	26,156	11,751	23,371	9,850	
差異 (A-B)	90,594	98,334	78,007	31,341	25,763	26,951	25,444	-151	18,129	21,150	
うち保険契約債務等の計上基準の差異	60,700	77,500	94,600	38,100	21,900	25,600	15,900	31,200	16,700	14,100	
個人保険保有年換算保険料比	8.9%	10.8%	12.6%	5.33%	3.02%	3.49%	2.14%	4.15%	2.20%	1.84%	
うち新契約獲得費用の繰延・償却	31,700	23,900	-3,800	300	7,100	1,900	8,300	-21,100	-800	7,100	
個人保険新契約年換算保険料比	51.7%	33.3%	-5.0%	1.8%	34.9%	10.2%	40.9%	-123.2%	-4.4%	40.9%	
個人保険保有年換算保険料比	4.7%	3.3%	-0.5%	0.0%	1.0%	0.3%	1.1%	-2.8%	-0.1%	0.9%	
その他	-1,806	-3,066	-12,793	-7,059	-3,237	-549	1,244	-10,251	2,229	-50	

出所: 会社資料

図表 3: ソニーフィナンシャルホールディングスの連結業績

百万円

	13年度	14年度	15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
経常収益	1,320,456	1,352,325	1,362,044	1,394,476	1,458,648	1,526,036	304,959	373,863	325,910	326,614	305,309
生命保険事業	1,194,315	1,221,076	1,227,408	1,257,494	1,316,547	1,378,077	271,862	384,700	247,597	291,333	271,697
保険料等収入	959,911	912,605	1,026,615	1,087,971	1,145,417	1,200,432	253,948	245,776	272,651	240,793	235,970
資産運用収益	211,829	279,691	170,048	162,523	164,130	170,645	16,637	68,841	16,977	46,694	33,532
その他経常収益	22,575	28,780	30,745	7,000	7,000	7,000	1,276	70,084	-42,031	3,846	2,193
損害保険事業	89,862	93,021	96,903	102,092	107,318	112,511	23,492	24,526	24,128	26,044	24,226
保険引受収益	88,639	91,761	95,612	100,592	105,595	110,597	23,169	24,202	23,809	25,064	23,903
資産運用収益	1,199	1,235	1,264	1,457	1,678	1,867	316	321	312	964	313
その他経常収益	24	25	27	43	46	48	6	4	7	16	9
銀行事業	36,275	38,222	37,728	34,890	34,783	35,448	9,610	9,072	9,746	9,183	9,333
資金運用収益	26,328	26,132	25,481	26,527	26,547	27,311	6,290	6,442	6,426	6,321	6,436
役務取引等収益	4,928	5,880	6,679	4,363	4,106	3,872	1,700	1,512	1,976	1,666	1,738
その他業務収益	4,864	5,997	5,189	3,800	3,930	4,065	1,486	1,076	1,248	1,140	1,085
その他経常収益	155	213	379	200	200	200	133	43	96	56	74
経常費用	1,244,319	1,262,262	1,290,941	1,297,947	1,361,108	1,426,600	295,079	345,245	312,258	301,109	293,698
生命保険事業	1,128,787	1,145,087	1,169,419	1,195,045	1,253,769	1,314,779	267,271	314,531	281,334	269,887	262,107
保険金等支払金	327,257	382,902	363,370	512,023	538,402	563,670	81,706	106,252	84,015	85,621	77,729
責任準備金等繰入額	650,764	604,357	613,480	524,290	554,568	588,233	113,038	193,026	133,235	93,998	150,119
資産運用費用	8,182	9,439	23,095	10,000	10,000	10,000	31,582	-30,670	18,244	48,692	-8,214
事業費	113,442	115,237	132,896	115,429	116,845	118,297	34,893	31,694	35,814	33,593	36,245
その他経常費用	29,140	33,149	36,578	33,303	33,955	34,579	6,050	14,231	10,026	7,983	6,226
損害保険事業	86,189	88,115	91,522	97,279	101,929	106,589	22,687	23,289	23,089	23,008	23,557
保険引受費用	65,030	65,206	67,326	72,373	76,525	80,677	16,749	17,350	16,746	16,922	17,502
資産運用費用	7	1	4	0	0	0	1	2	0	0	2
営業費及び一般管理費	21,150	22,900	24,188	24,906	25,404	25,913	5,935	5,938	6,342	6,086	6,050
その他経常費用	0	7	3	0	0	0	1	0	1	0	2
銀行事業	29,343	29,060	29,999	30,530	30,814	31,144	7,716	7,419	7,837	7,954	7,835
資金調達費用	8,964	9,407	8,884	9,541	9,579	9,646	2,219	2,160	2,192	2,143	2,134
役務取引等費用	1,735	1,948	2,437	4,193	3,946	3,721	575	616	724	783	904
その他業務費用	1,424	135	181	177	177	155	125	0	56	80	-2
営業経費	16,920	17,517	18,347	16,471	16,965	17,474	4,698	4,557	4,968	4,868	4,734
その他経常費用	298	50	147	148	148	148	97	88	-103	80	62
経常利益	76,136	90,062	71,103	70,122	70,636	72,024	9,881	28,617	13,653	25,504	11,612
うちソニー生命	69,205	79,665	60,792	62,449	62,778	63,298	7,749	26,156	11,750	23,371	9,850
特別損益	-9,508	-1,927	-2,793	-1,550	-1,550	-1,550	-360	-1,240	-857	-363	-548
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	9,508	1,927	2,793	1,550	1,550	1,550	360	1,240	857	363	548
契約者配当準備金繰入額	2,232	2,153	3,564	2,000	2,000	2,000	290	208	2,709	403	279
税金等調整前当期純利益	64,396	85,981	64,744	66,572	67,086	68,474	9,230	27,170	10,086	24,738	10,784
法人税、住民税及び事業税	26,451	32,207	26,191	20,409	20,562	20,978	4,943	8,936	6,331	7,018	5,219
法人税等調整額	-2,517	-668	-4,856				-2,038	-856	-1,399	32	-1,901
少数株主損失・利益	-42	23	54	20	20	20	11	15	23	22	11
当期純利益	40,504	54,419	43,355	46,144	46,504	47,476	6,315	19,075	5,131	17,665	7,454

出所: 会社資料および J.P.モルガン予想

図表 4: ソニーフィナンシャルホールディングスの主な指標予想

百万円

	14年度	15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
株主資本	549,380	603,048	631,359	653,937	677,488	549,754	573,540	603,048	610,150	598,665
BPS(円)	1,263	1,386	1,451	1,503	1,557	1,261	1,318	1,386	1,403	1,376
修正純資産	634,109	695,346	724,335	752,809	782,255	641,168	667,005	695,346	707,557	698,175
修正 BPS(円)	1,458	1,598	1,665	1,731	1,798	1,474	1,533	1,598	1,627	1,605
生保の EV	1,322,900	1,063,700	1,247,829			1,388,200	1,386,900	1,063,700	1,330,100	1,229,300
一株あたり EV(円)	3,041	2,445	2,869			3,191	3,188	2,445	3,058	2,826
修正 EV(=生保の EV + 損保と銀行の NAV)	1,430,390	1,175,370	1,364,922			1,500,846	1,502,201	1,175,370	1,445,072	1,346,478
一株あたり修正 EV(円)	3,288	2,702	3,138			3,450	3,453	2,702	3,322	3,095
当期利益	54,419	43,355	46,144	46,504	47,476	6,315	19,075	5,131	17,665	7,454
修正当期利益 (価格変動準備金と危険準備金を除く)	59,129	49,213	50,017	52,517	53,490	4,603	24,780	2,635	24,104	9,556
EPS (円)	125	100	106	107	109	15	44	12	41	17
修正 EPS(円)	136	113	115	121	123	11	57	6	55	22
ROE (修正前)	10.7%	7.5%	7.5%	7.2%	7.1%	4.6%	13.6%	3.5%	11.6%	4.9%
修正 ROE (修正当期利益/修正純資産)	10.0%	7.4%	7.0%	7.1%	7.0%	2.9%	15.2%	1.5%	13.7%	5.4%
配当金総額	17,400	23,925	23,925	23,925	23,925	-	-	23,925	-	-
配当性向	0.32	0.55	0.52	0.51	0.50	-	-	0.55	-	-
一株あたり配当金 (円)	40	55	55	55	55	-	-	55	-	-
株数 (百万株)	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435

出所: 会社資料および J.P.モルガン予想

図表 5: ソニー生命の要約損益計算書と財務データ

百万円

	13年度	14年度	15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
保険料収入	959,660	912,497	1,026,407	1,086,434	1,143,880	1,198,895	253,977	245,641	272,422	240,762	235,824
保険金等支払+責任準備金繰入ネット	878,155	838,342	964,789	1,036,313	1,092,969	1,151,902	251,350	229,069	238,432	223,917	217,825
資産運用収益	212,323	280,148	170,517	292,079	293,686	300,201	16,755	68,954	17,102	46,818	33,659
うち利息配当収入	122,160	133,592	141,450	145,523	147,130	153,645	34,483	35,678	35,926	35,948	36,343
うちその他運用収益	90,163	146,556	29,067	146,556	146,556	146,556	-17,728	33,276	-18,824	10,870	-2,684
資産運用費用	8,506	9,727	23,399	139,556	139,556	139,556	31,665	-30,596	18,321	48,762	-8,158
ネット資産運用収益(変額保険除く)	121,147	143,632	161,853	152,523	154,130	160,645	41,827	43,190	37,920	41,993	30,014
うちキャピタル損益 (基礎利益には含まない)	1,181	8,436	24,436	7,000	7,000	7,000	8,309	7,275	5,433	11,094	-4,986
その他経常収益	6,602	7,490	4,747	7,000	7,000	7,000	1,465	25,855	-24,220	4,103	2,419
事業費	113,868	115,603	133,334	115,429	116,845	118,297	34,992	31,811	35,911	33,713	36,343
税金	7,981	10,571	12,373	12,329	12,981	13,605	-	-	NA	-	-
減価償却費	5,064	5,267	5,342	5,267	5,267	5,267	-	-	NA	-	-
その他経常費用	14,460	15,707	18,016	15,707	15,707	15,707	5,887	14,254	-8,114	6,585	6,490
その他経常損益	-7,858	-8,217	-13,269	-8,707	-8,707	-8,707	-	-	NA	-	-
基礎利益	72,365	76,505	43,019	62,149	62,478	62,998	1,154	20,675	7,884	14,031	16,656
対前年比	-9.6%	5.7%	-43.8%	41.4%	0.5%	0.8%	-94.2%	-6.2%	-50.3%	5.4%	15.2%
臨時収益/費用(ネット)	-4,340	-5,275	-6,662	-6,700	-6,700	-6,700	-1,713	-1,795	-1,566	-1,754	-1,820
経常利益	69,206	79,666	60,793	62,449	62,778	63,298	7,749	26,156	11,751	23,371	9,850
特別利益	0	0	6,352	0	0	0	6,352	0	0	0	0
特別損失	9,389	7,683	8,466	1,500	1,500	1,500	6,959	368	735	357	473
価格変動準備金繰入	9,291	1,288	1,415	1,500	1,500	1,500	349	357	380	356	424
契約者配当繰入	2,232	2,153	3,564	2,000	2,000	2,000	290	208	2,709	403	279
税引前当期純利益	57,585	69,830	55,115	58,949	59,278	59,798	6,853	25,579	8,308	22,611	9,098
税金等	20,522	27,306	18,019	17,685	17,783	17,939	2,228	7,558	4,097	5,964	2,919
当期利益	37,063	42,524	37,096	41,264	41,495	41,859	4,625	18,022	4,211	16,647	6,178
死差益+費差益等	68,165	74,105	62,419	65,304	66,111	68,246	13,454	18,375	14,784	19,731	16,056
利差損益(団年含む)	8,400	13,000	15,300	9,245	8,767	7,152	3,200	4,400	3,600	3,200	3,300
基礎利益	72,365	76,505	43,019	62,149	62,478	62,998	1,154	20,675	7,884	14,031	16,656
最低保証責任準備金繰入 (戻入はマイナス)	4,200	10,600	34,700	12,400	12,400	12,400	15,500	2,100	10,500	8,900	2,700
契約者配当(団年含む)	2,232	2,153	3,564	2,000	2,000	2,000	290	208	2,709	403	279
配当差引後基礎利益	70,133	74,352	39,455	60,149	60,478	60,998	864	20,467	5,175	13,628	16,377
一般勘定資産比	1.23%	1.19%	0.58%	0.77%	0.69%	0.66%	0.05%	1.17%	0.29%	0.75%	0.88%
個人保険契約高比	0.18%	0.19%	0.10%	0.17%	0.14%	0.13%	0.01%	0.20%	0.05%	0.13%	0.15%
一般勘定比利差損益(1)	0.15%	0.21%	0.22%	0.12%	0.10%	0.08%	0.19%	0.25%	0.20%	0.18%	0.18%
一般勘定比基礎利益(2)	1.27%	1.22%	0.63%	0.79%	0.72%	0.68%	0.07%	1.18%	0.44%	0.77%	0.90%
(1)+(2)	1.42%	1.43%	0.85%	0.91%	0.82%	0.76%	0.26%	1.43%	0.65%	0.95%	1.08%
税引後配当後基礎利益	44,815	52,939	28,092	42,826	43,061	43,431	553	13,099	3,312	8,722	10,481
基礎利回り(利差損益計算上の利回り)	2.38%	2.45%	2.28%	2.27%	2.16%	2.12%	-	-	-	-	-
平均予定利率(会社発表値)	2.18%	2.12%	2.06%	-	-	-	-	-	-	-	-
資本の部合計	369,229	432,526	482,196	518,909	560,403	602,262	432,326	453,724	482,196	499,131	485,552
うち有価証券評価差額金	83,416	118,113	150,621	118,113	118,113	118,113	117,749	121,124	150,621	164,153	144,395
危険準備金	63,671	68,707	75,166	78,777	85,277	91,777	71,885	73,637	75,166	76,875	78,637
価格変動準備金	41,556	42,845	44,260	45,645	47,145	48,645	43,523	43,880	44,260	44,617	45,040
修正純資産	442,677	510,389	565,555	605,755	652,834	700,277	514,496	537,396	565,555	585,633	573,610
一般勘定資産残高	5,984,341	6,508,006	7,185,084	8,488,447	8,957,378	9,444,941	6,962,262	7,041,702	7,185,084	7,298,665	7,508,562
特別勘定資産残高	640,562	793,344	850,323	-	-	-	796,630	866,235	850,323	831,926	856,638

出所: 会社資料および J.P. モルガン予想

図表 6: ソニー生命の年換算保険料と契約高

百万円

	13年度 第4 四半期	14年度 第1 四半期	14年度 第2 四半期	14年度 第3 四半期	14年度 第4 四半期	15年度 第1 四半期	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
保有契約(年換算保険料)											
個人保険+個人年金	696,986	706,555	715,427	727,089	735,728	747,669	759,136	771,888	781,315	790,809	799,681
対前年比	4.0%	4.3%	5.0%	5.2%	5.6%	5.8%	6.1%	6.2%	6.2%	5.8%	5.3%
うち個人保険	680,005	688,810	696,978	707,275	714,620	724,699	734,236	744,687	751,820	759,267	767,484
対前年比	3.9%	4.1%	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.2%	4.8%	4.5%
うち第三分野	167,075	168,977	169,757	171,784	172,800	174,898	176,122	178,317	179,707	182,200	184,055
対前年比	5.3%	2.9%	2.9%	3.3%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	4.5%
新契約(年換算保険料)											
個人保険+個人年金	15,253	18,925	17,291	21,822	18,574	22,365	20,688	22,783	19,182	20,527	18,232
対前年比	-30.9%	12.0%	30.3%	17.5%	21.8%	18.2%	19.6%	4.4%	3.3%	-8.2%	-11.9%
うち個人保険	14,547	17,973	16,442	20,283	17,097	20,323	18,571	20,314	17,126	18,250	17,375
対前年比	-32.0%	10.4%	28.8%	14.7%	17.5%	13.1%	12.9%	0.2%	0.2%	-10.2%	-6.4%
うち第三分野	2,918	3,721	2,869	5,116	3,579	3,962	3,421	4,695	3,639	4,194	3,907
対前年比	-44.2%	-5.1%	-5.0%	41.1%	22.7%	6.5%	19.2%	-8.2%	1.7%	5.9%	14.2%
ライフプランナー在籍数 (囑託・契約 含む)	4,216	4,228	4,248	4,216	4,329	4,352	4,415	4,376	4,613	4,682	4,751
ライフプランナー在籍数	4,078	4,082	4,098	4,061	4,168	4,178	4,232	4,182	4,406		
契約高の推移											
個人保険保有契約高	38,628,000	39,068,400	39,438,800	40,037,700	40,391,000	40,951,600	41,421,500	42,045,500	42,293,700	42,711,900	43,164,500
対前年比	3.4%	3.5%	4.0%	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	4.7%	4.3%	4.2%
変額保険保有契約高	7,512,377	7,621,329	7,731,366	7,921,807	8,093,657	8,401,170	8,684,938	9,011,021	9,054,686	9,117,306	9,171,305
個人保険新契約高	865,700	1,107,300	966,500	1,445,300	1,106,600	1,259,100	1,221,100	1,357,100	1,033,700	1,188,300	1,155,700
対前年比	-29.1%	8.9%	16.7%	30.9%	27.8%	13.7%	26.3%	-6.1%	-6.6%	-5.6%	-5.4%

出所: 会社資料

図表 7: ソニー生命の株式と転換社債エクスポージャーと有価証券の含み益の推移

百万円

	12年度	13年度 上期	13年度 下期	14年度 上期	14年度 下期	15年度 上期	15年度 下期	16年度 上期
国内株式エクスポージャー(金銭の信託を含む)	31,106	36,001	33,205	36,139	42,496	32,305	32,382	32,060
その他有価証券								
株式簿価	14,760	16,248	12,236	12,584	13,421	13,670	13,625	13,625
株式時価	20,994	24,997	21,205	24,139	29,496	25,987	25,664	24,582
株式含み益	6,234	8,749	8,969	11,555	16,075	12,317	12,039	10,957
期末 TOPIX	1,034.71	1,194.1	1,202.89	1,326.29	1,543.11	1,411.16	1,347.20	1,322.78
含み益のなくなる TOPIX 水準	827	776	878	691	711	742	623	733
債券簿価	925,308	974,981	1,035,912	1,012,825	974,613	907,246	854,339	853,472
債券時価	1,036,956	1,072,448	1,146,757	1,139,139	1,120,126	1,045,459	1,040,351	1,040,029
債券含み益	111,648	97,467	110,845	126,314	145,513	138,213	186,012	186,557
外国証券簿価	14,454	16,329	15,891	18,023	19,451	18,466	19,842	10,889
外国証券時価	18,681	19,741	19,403	22,669	26,412	24,791	25,279	10,821
外国証券含み益	4,227	3,412	3,512	4,646	6,961	6,325	5,437	-68
その他の証券簿価	1,476	1,476	1,474	691	336	165	165	165
その他の証券時価	2,664	2,445	2,533	1,300	663	281	307	299
その他の証券含み益	1,188	969	1,059	609	327	116	142	134
その他の金銭の信託								
簿価	306,122	302,532	305,346	308,802	313,276	289,182	280,973	279,527
時価	306,122	302,532	305,346	308,802	313,276	289,182	280,973	279,527
差損益	0	0	0	0	0	0	0	0
有価証券含み益合計	123,297	110,597	124,385	143,124	168,876	156,971	203,630	197,580

出所: 会社資料

図表 8: ソニー損保の業績

百万円

	13年度	14年度	15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
保険引受収益	88,639	91,761	95,612	100,592	105,595	110,597	23,169	24,202	23,809	25,065	23,902
正味収入保険料	88,600	91,712	95,549	100,549	105,549	110,549	23,199	24,188	23,787	25,048	23,886
その他保険引受収益	39	48	62	43	46	48	-30	14	21	17	16
保険引受費用	65,469	65,668	67,798	72,373	76,525	80,677	16,870	17,456	16,874	17,032	17,609
正味支払保険金	46,183	45,985	48,111	52,051	54,914	57,776	11,765	12,480	12,598	11,734	12,312
損害調査費	6,367	6,857	7,098	5,262	5,249	5,237	1,829	1,699	1,831	1,805	1,878
諸手数料及び集金費	1,387	1,392	1,515	1,609	1,689	1,769	348	391	392	430	360
その他責任準備金増減等	11,532	11,434	11,074	13,451	14,673	15,895	2,928	2,886	2,053	3,063	3,059
資産運用収益	1,198	1,235	1,263	1,457	1,678	1,867	316	321	311	964	313
資産運用費用	7	1	4	0	0	0	1	2	0	0	0
営業費及び一般管理費	21,378	23,135	24,418	24,906	25,404	25,913	5,991	5,996	6,397	6,147	6,106
その他経常損益	21	22	25	0	0	0	6	3	7	15	3
経常利益	3,003	4,209	4,680	4,770	5,343	5,874	629	1,072	857	2,865	503
保険引受利益	1,874	3,044	3,470	3,211	2,963	2,704	327	767	559	1,898	201
特別損益	-106	-503	-890	-50	-50	-50	-6	-871	-7	-6	-7
税引前当期純利益	2,897	3,706	3,790	4,720	5,293	5,824	622	202	850	2,858	497
当期純利益	1,664	2,233	2,586	3,304	3,705	4,077	507	135	460	2,044	432
実効税率	42.6%	39.7%	31.8%	30.0%	30.0%	30.0%	18.5%	33.2%	45.9%	28.5%	13.1%
E/I 正味損害率	68.2%	64.3%	63.3%				62.4%	63.1%	63.3%	59.0%	67.6%
E/I 正味事業費率	25.6%	26.7%	27.1%				26.7%	26.6%	27.1%	26.2%	26.6%
E/I コンバインドレシオ	93.8%	91.0%	90.4%				89.1%	89.7%	90.4%	85.2%	94.2%
株主資本	21,418	24,741	28,305	31,609	35,314	39,391	27,212	27,876	28,305	28,393	28,562
価格変動準備金	101	124	149	164	180	198	136	143	149	156	163
異常危険準備金	7,594	7,861	8,190	8,618	9,047	9,475	12,846	13,610	8,190	15,160	15,920
正味収保増加額	5,018	3,112	3,837	5,000	5,000	5,000	881	1,009	1,006	673	687
正味収保増加率	6.0%	3.5%	4.2%	5.2%	5.0%	4.7%	3.9%	4.4%	4.4%	2.8%	3.0%
損害調査費増加率	12.6%	7.7%	3.5%	-25.9%	-0.2%	-0.2%	5.1%	0.8%	3.2%	3.8%	2.7%
損害調査費%保険料	7.2%	7.5%	7.4%	5.2%	5.0%	4.7%	7.9%	7.0%	7.7%	7.2%	7.9%
諸手数料及び集金費%保険料	1.57%	1.52%	1.59%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.5%
営業費及び一般管理費増加率	4.4%	8.2%	5.5%	2.0%	2.0%	2.0%	7.2%	8.7%	-4.2%	1.9%	1.9%
利息配当収入%総資産	1.14%	1.06%	0.99%	1.00%	1.00%	1.00%	0.98%	1.00%	1.00%	0.91%	0.90%

出所: 会社資料および J.P.モルガン予想

図表 9: ソニー銀行の業績

百万円

	13年度	14年度	15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期
経常収益	36,486	38,424	37,937	34,890	34,783	35,448	8,923	8,346	12,019	8,414	8,513
資金運用収益	26,328	26,131	25,482	26,527	26,547	27,311	6,289	6,442	6,428	6,320	6,435
業務粗利	20,729	22,555	21,684	20,779	20,881	21,726	6,899	5,923	3,479	5,031	6,514
資金運用収支	17,254	16,591	16,461	16,985	16,968	17,665	4,037	4,248	4,200	4,143	4,267
役務取引等収支	-23	27	150	170	160	151	194	-86	34	-188	-317
その他業務収支	3,440	5,863	5,008	3,623	3,753	3,909	1,361	1,075	1,193	1,060	1,086
営業経費	14,684	15,346	15,991	16,471	16,965	17,474	4,104	3,969	4,376	4,273	4,139
その他経常費用	297	49	148	148	148	148	97	85	-100	81	61
経常利益	5,845	7,298	5,857	4,360	3,969	4,304	1,521	1,224	1,250	717	906
特別損益	0	-93	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	5,845	7,205	5,857	4,360	3,969	4,304	1,521	1,224	1,250	717	906
当期純利益	3,585	4,634	3,912	3,052	2,778	3,013	1,007	815	839	492	627
口座数(千件)	970	1,050	1,130	1,190	1,250	1,310	1,080		1,130		1,190
前年度比増加	50	80	80	60	60	60	70		80		110
預り資産残高	2,007,500	2,007,900	2,033,400	-	-	-	1,915,700	1,980,500	2,033,400	2,013,600	2,095,700
うち預金残高	1,890,022	1,878,256	1,921,805	2,190,183	2,292,339	2,394,859	1,795,204	1,865,618	1,921,805	1,908,122	1,989,611
前期比増加額	32,575	-11,766	43,549	268,378	102,155	102,520	-77,001	70,414	56,187	-13,683	81,489
一口座あたり預金	1.95	1.79	1.70	1.84	1.83	1.83	1.66		1.70		1.67
外貨預金	363,542	327,222	335,562	405,183	417,339	429,859	318,790	327,915	335,562	327,400	339,908
円預金	1,526,480	1,551,033	1,587,943	1,785,000	1,875,000	1,965,000	1,476,414	1,538,504	1,587,943	1,580,800	1,649,703
一口座あたり円預金	1.57	1.48	1.41	1.5	1.5	1.5	1.37		1.41		1.39
投信	117,400	129,600	110,900	-	-	-	120,500	114,100	110,900	105,400	106,100
貸出金残高	1,057,419	1,187,187	1,344,184	1,501,181	1,636,979	1,772,777	1,266,766	1,293,643	1,344,184	1,395,639	1,460,692
前期比増加額	87,219	129,768	156,997	135,798	135,798	135,798	40,746	26,877	50,541	51,455	65,053
うち住宅ローン残高	949,300	1,074,300	1,344,100	-	-	-	1,154,436	1,181,866	1,344,100	1,289,300	1,362,900
有価証券残高	771,760	730,013	620,993	751,873	718,231	684,953	632,226	624,756	620,993	583,201	591,024
前期比増加額	-137,087	-41,747	-109,020	130,880	-33,643	-33,278	-79,747	-7,470	-3,763	-37,792	7,823
うち国債	96,823	82,878	81,487	-	-	-	-	-	81,487	-	-
うち社債	159,524	107,750	64,626	-	-	-	-	-	64,626	-	-
うちその他	458,641	480,665	435,017	-	-	-	-	-	435,017	-	-
貸出金利息	14,134	14,070	14,739	15,650	14,906	16,196	3,634	3,763	3,785	3,844	3,941
実効貸出利回り	1.39%	1.25%	1.16%	1.10%	0.95%	0.95%	1.17%	1.18%	1.15%	1.12%	1.10%
有価証券利息配当金	12,077	11,960	10,671	10,777	11,540	11,015	2,643	2,664	2,622	2,459	2,477
実効有価証券利回り	1.44%	1.59%	1.58%	1.57%	1.57%	1.57%	1.57%	1.70%	1.68%	1.63%	1.69%
預金利息	4,905	5,012	4,829	5,435	5,975	6,204	1,161	1,128	1,297	1,238	1,279
実効平均利率(円、外貨合計)	0.26%	0.27%	0.25%	0.26%	0.27%	0.26%	0.25%	0.25%	0.27%	0.26%	0.26%

出所: 会社資料および J.P. モルガン予想

バリュエーション

図表 10: 上場生保 4 社の EV シナリオ分析

10 億円

	金利シナリオ					各社の 2017 年 3 月末予想 EV			
	10 年	15 年	20 年	30 年	40 年	第一生命	T&D	SFH	JPI
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV	9.3bps	33.1bps	65.6bps	83.6bps	98.6bps	5,749	2,323	1,545	3,484
スティープ化 1	9.3bps	33bps	66bps	104bps	129bps	6,118	2,370	1,724	3,534
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV 比	26日と同じ	26日と同じ	26日と同じ	26日から 20bps 上昇	26日から 30bps 上昇	6.4%	2.0%	11.6%	1.4%
スティープ化 2	9.3bps	33bps	86bps	124bps	159bps	6,598	2,478	1,898	3,628
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV 比	26日と同じ	26日と同じ	26日から 20bps 上昇	26日から 40bps 上昇	26日から 60bps 上昇	14.8%	6.7%	22.8%	4.1%
50bps パラレル上昇	59bps	83bps	116bps	134bps	149bps	6,212	2,456	1,619	3,700
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV 比						8.1%	5.7%	4.8%	6.2%
フラット化	9.3bps	20bps	20bps	20bps	20bps	4,100	2,060	1,200	2,680
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV 比	26日と同じ	26日と同じ	26日から 46bps 低下	26日から 64bps 低下	26日から 79bps 低下	-28.7%	-11.3%	-22.3%	-23.1%
6 月末水準に低下	-22bps	-10bps	7.6bps	13.5bps	15bps	3,800	1,850	1,100	2,400
1月26日の市場前提での17年3月末 予想 EV						-33.9%	-20.4%	-28.8%	-31.1%

出所: 会社資料, J.P.モルガン推定 注: 1月26日の市場前提での17年3月末予想 EV 比

図表 11: 金利が上昇し EV 倍率が上昇した場合の株価アップサイド

	第一生命	T&D	SFH
現在の株価 EV 倍率(2018年3月末予想ベース)	0.41	0.44	0.53
EV 倍率上昇後の株価 EV 倍率	0.54	0.65*	0.65*
株価 EV の上昇による増加率 (a)	30.7%	48.9%	22.1%
スティープ化 2 が起きた場合の上昇率 (b)	14.9%	6.9%	22.0%
TOPIX が 20% 上昇した場合の上昇率 (c)	6.9%	4.8%	0.7%
(a) + (b) + (c)	52.5%	60.6%	44.0%

出所: 会社資料, J.P.モルガン 注: *異次元緩和が始まる前の2013年初めの株価 EV 倍率。1月26日の市場前提

図表 12: 生保の株主還元比較

百万円

	現在株価 (2017/2/2)		15年度	16年度 予	17年度 予	18年度 予	注		
第一生命 (8750)	2,070.0	純利益	178,515	193,905	188,745	185,515			
		修正純利益	191,400	206,790	201,630	198,400			
		一株あたり配当(円)	35	40	50	50			
		配当	41,498	47,426	59,283	59,283			
		自社株買い	16,000	16,000	16,000	16,000	150億円で一株当たり13円		
		配当利回り	1.69%	1.93%	2.42%	2.42%			
		総還元利回り	2.34%	2.58%	3.07%	3.07%			
		総還元性向	30.0%	30.7%	37.3%	37.9%			
T&D (8795)	1,694.5	実質利益	83,300	89,000	87,860	89,536			
		一株あたり配当(円)	30	30	35	35			
		配当	19,463	19,462	22,705	22,705			
		自社株買い	15,000	15,000	15,000	15,000	150億円で一株当たり22.5円		
		配当利回り	1.77%	1.77%	2.07%	2.07%			
		総還元利回り	3.13%	3.13%	3.43%	3.43%			
		総還元性向	41.4%	38.7%	42.9%	42.1%			
		SFH (8729)	1,878.0	純利益	43,355	46,144	46,504	47,476	16年度は会社予想
純利益(米国基準)	118,802			109,076	109,435	110,407			
一株あたり配当(円)	55			55	55	55			
配当	23,925			23,925	23,925	23,925			
配当利回り	2.93%			2.93%	2.93%	2.93%			
配当性向	55.2%			51.8%	51.4%	50.4%			
かんぽ生命 (7181)	2,594.0			純利益	84,897	84,920	85,445	83,848	
				修正純利益	163,574	155,235	159,543	170,062	危険準備金・価格変動準備金繰入控除
		一株あたり配当(円)	56	60	70	84			
		配当	33,600	35,834	51,507	50,549			
		配当利回り	2.16%	2.31%	2.70%	3.25%			
		配当性向	40%	42%	60%	60%			

出所: 会社資料、ブルームバーグ、J.P.モルガン予想

図表 13: 上場生保 4 社のエンベディッド・バリューと株価 EV 倍率(全社 UFR 適用)

百万円

	第一生命 HD	T&D HD	SFH	かんぽ生命
株価(円)	2,070.0	1,694.5	1,878.0	2,594.0
株式数(百万株)	1,174	635	435	600
時価総額	2,430,801	1,076,545	816,930	1,556,400
生保以外の子会社の修正純資産	0	0	117,246	0
2015 年度末 EV	4,646,100	1,893,700	1,330,100	3,151,000
2015 年度末 修正 EV (MCEV)	4,646,100	1,893,700	1,447,346	3,151,000
2Q までの EV 上の修正純資産の変動額	-59,000	-45,400	113,300	25,200
2Q までの既契約価値の変動額	-163,900	171,500	-214,100	-182,600
16 年 9 月末以降の有価証券含み益の変動額(株と外債)	509,517	120,187	16,536	95,277
16 年 9 月末以降の金利変動効果	678,556	98,139	186,769	365,814
9 月末以降の株式含み益及び金利の変動を加味した修正 EV	5,611,274	2,238,126	1,549,852	3,454,690
株価修正 EV 倍率	0.43	0.48	0.53	0.45
2016 年度 3Q~4Q の既契約価値に対する期待収益	44,324	31,720	8,256	0
2016 年度 3Q~4Q 新契約価値	50,000	45,000	10,000	37,400
その他の調整(自社株買い)			0	0
2016 年度末予想 EV	5,705,598	2,314,847	1,568,107	3,492,090
2016 年度末予想 1 株あたり EV	4,859	3,644	3,605	5,820
2016 年度予想株価 EV 倍率	0.43	0.47	0.52	0.45
配当利回り(16 年度予)	1.93%	1.77%	2.93%	2.31%
2016 年度末の既契約価値に対する期待収益	88,648	87,612	25,000	20,450
社外流出額	46,972	19,060	23,925	36,000
2017 年度末の新契約価値	150,000	90,000	45,000	75,000
2017 年度末予想 EV	5,897,274	2,473,399	1,614,182	3,551,540
2017 年度末予想 1 株あたり EV	5,022	3,893	3,711	5,919
2017 年度予想株価 EV 倍率	0.41	0.44	0.51	0.44

出所: 会社資料、ブルームバーグおよび J.P.モルガン予想

注: 2017 年 2 月 2 日終値。TOPIX1510.41、JGB 金利は、SFH: 40 年 1.000% (16 年 3 月末 0.579%)、20 年 0.688% (16 年 3 月末 0.445%)、T&D: 10 年 0.107% (16 年 3 月末-0.029%)、8 年 0.053% (16 年 3 月末-0.147%)、20 年 0.688% (16 年 3 月末 0.445%)で計算。第一生命で用いた JGB 金利は 10 年 0.107% (16 年 3 月末-0.029%)、20 年 0.688% (16 年 3 月末 0.445%)、30 年 0.854% (16 年 3 月末 0.540%)。かんぽ生命で用いた JGB フォワードレートは 10 年 1.012% (16 年 3 月末 0.736%)、20 年 1.146% (16 年 3 月末 0.832%)、30 年 1.244% (16 年 3 月末 1.063%)の平均。(全てブルームバーグ) また、SFH で使用される 40 年国債利回りは調整後のもの。

図表 14: 第一生命の国内のインプライド EV 倍率および目標株価設定方法

百万円

第一生命の時価総額	2,430,801
プロテクティブ生命の EV	550,000
適正株価 EV 倍率	0.70
TAL の EV	255,000
適正株価 EV 倍率	0.90
日本事業のインプライド時価総額 (時価総額からプロテクティブ生命と TAL の適正価値を引いた額)	1,816,301
インプライド株価 EV 倍率	0.37
日本事業の 2016 年度予想 EV	4,900,598

出所: 会社資料、J.P.モルガン

注: 2017 年 2 月 2 日終値。

図表 15: 2017 年 3 月末予想 EV に対する感応度比較

	第一生命 グループ	T&D	SFH	かんぽ 生命
TOPIX が 10% 上昇した場合の EV の増加率	3.5%	2.1%	0.4%	0.8%
TOPIX が 10% 減少した場合の EV の増加率	-3.5%	-2.1%	-0.4%	-0.8%
イールドカーブが 0.5% ポイントパラレルに上昇した場合の EV 増加率	8.3%	3.5%	4.4%	10.3%
資産評価に用いる金利のみが 0.5% 上昇(修正純資産への影響)	-25.3%	-17.1%	-42.3%	-43.0%
負債評価に用いる金利のみが 0.5% 上昇(VIF への影響)	33.7%	20.6%	46.7%	53.3%
イールドカーブが 0.5% ポイントパラレルに下降した場合の EV 増加率	-10.6%	-5.3%	-8.8%	-18.0%
資産評価に用いる金利のみが 0.5% 下降(修正純資産への影響)	27.6%	17.6%	41.1%	43.0%
負債評価に用いる金利のみが 0.5% 下降(VIF への影響)	-38.2%	-22.9%	-49.9%	-60.9%
金利スワップションボラティリティが 25% 上昇した場合の EV の増加率	-0.3%	-1.6%	-0.1%	-4.7%
為替レートが 10% 円安に変動した場合の EV の変化率	4.3%	2.0%	0.5%	1.5%

出所: 会社資料 注: 第一生命の金利感応度は UFR を使用した EV の感応度のため低く見えている。

注: 2 月 2 日の金利株価前提とした 2017 年 3 月末予想 EV に対する感応度

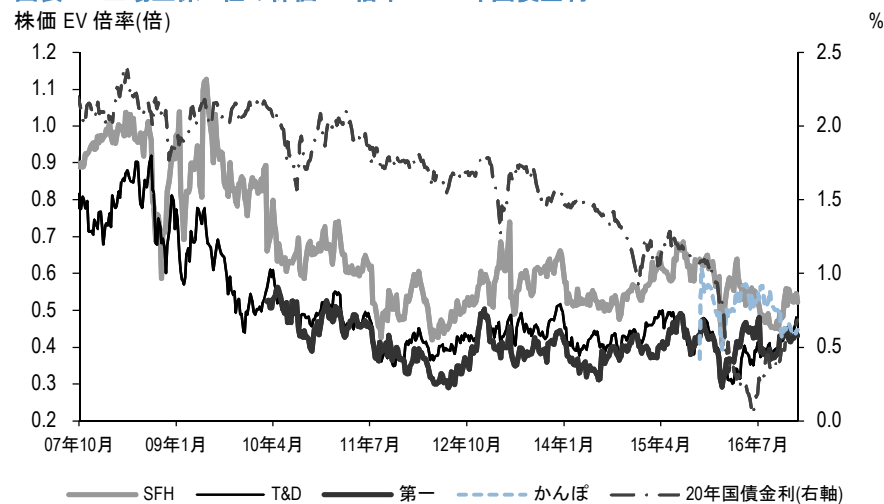
図表 16: 日本の保険会社の財務会計ベースのバリュエーション

ティッカー	株価 (円) (2017/2/2)	無修正 BPS (円)		無修正 PBR(倍)		修正 BPS(円)		修正 PBR(倍)		無修正 EPS(円)			無修正 PER(倍)			米国基準 EPS(円)			米国基準 PER(倍)			
		3/16	3/17 予	3/16	3/17 予	3/16	3/17 予	3/16	3/17 予	3/17 予	3/18 予	3/19 予	3/17 予	3/18 予	3/19 予	3/17 予	3/18 予	3/19 予	3/17 予	3/18 予	3/19 予	
東京海上 HD	8766	4,705.0	4,654	4,749	1.01	0.99	5,088	5,314	0.92	0.89	337	372	378	13.9	12.7	12.5	506	566	545	9.3	8.3	8.6
MS&AD	8725	3,786.0	4,514	4,719	0.84	0.80	5,298	5,567	0.71	0.68	301	306	352	12.6	12.4	10.8	430	454	522	8.8	8.3	7.3
SOMPO HD	8630	4,078.0	4,090	4,337	1.00	0.94	4,933	5,244	0.83	0.78	395	357	371	10.3	11.4	11.0	437	446	512	9.3	9.1	8.0
第一生命	8750	2,070.0	2,474	2,597	0.84	0.80	2,982	3,128	0.69	0.66	151	164	159	13.7	12.7	13.0	226	218	220	9.1	9.5	9.4
T&D	8795	1,694.5	1,871	1,956	0.91	0.87	2,232	2,358	0.76	0.72	112	114	112	15.2	14.8	15.1	198	198	196	8.6	8.6	8.6
SFH	8729	1,878.0	1,386	1,451	1.35	1.29	3,188	3,384	0.59	0.55	100	106	107	18.8	17.7	17.6	273	251	252	6.9	7.5	7.5
かんぽ生命	7181	2,594.0	3,138	3,224	0.83	0.80	4,371	4,258	0.59	0.61	141	142	142	18.3	18.3	18.2	273	270	279	9.5	9.6	9.3

出所: 会社資料、J.P.モルガン予想

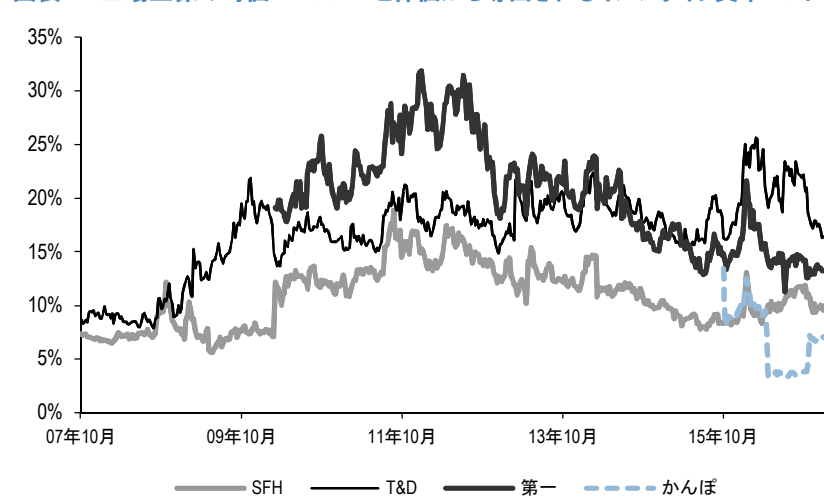
株価EV倍率の推移

図表 17: 上場生保 4 社の株価 EV 倍率 vs. 20 年国債金利



出所: 会社資料、ブルームバーグ、J.P.モルガン

図表 18: 上場生保の時価ベース EV と株価から導出されるインプライド資本コスト率



出所: J.P.モルガン

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

ソニーフィナンシャルホールディングス (8729) (Overweight; 目標株価: 2,100円)

投資論点

保有契約は年率 5% 近くで成長を続けてきたが、超低金利下で商品の経済価値ベースの利益率が下がり、商品戦略を変更中。利益率の高い商品のウェイトが十分高まるまで、時間がかかりそうだ。

イールドカーブがスティープ化すれば EV、ESR が改善。現在の国債のイールドカーブは 20 年から 40 年がかなりフラットになっている。

バリュエーション

目標株価 2,100 円、達成予想期間 2017 年 12 月まで。

目標株価は、12 月 9 日の市場環境を使用した 2018 年 3 月末予想 EV に目標株価 EV 倍率 0.62 倍を適用している。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因

アップサイド要因(対目標株価/レーティング)

- 新契約の増加
- イールドカーブのスティープ化(特に 25 年から 40 年のゾーンでのスティープ化)による EV の大幅な増加
- 市場の株価、金利上昇による、株価 EV 倍率の上昇

ダウンサイド要因(対目標株価/レーティング)

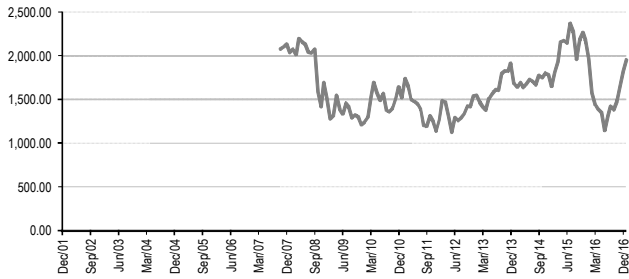
- 新契約の減少
- 金利低下による EV の減少度合いは第一生命に次いで高い。資産のデュレーション(20 年)よりも負債のデュレーション(30~40 年)のゾーンが低下すると、EV の減少が大きい。

JPM Q-Profile

Sony Financial Holdings Inc. (JAPAN / Financials)

As Of: 27-Jan-2017

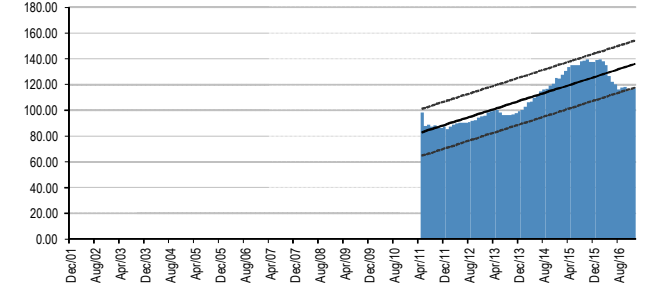
Local Share Price Current: 1955.00



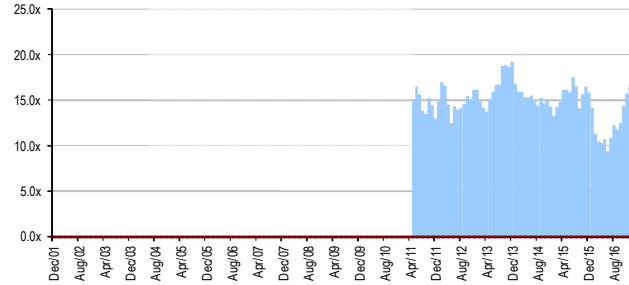
Global Equity Quantitative Analysis

Quant_Strategy@jpmorgan.com

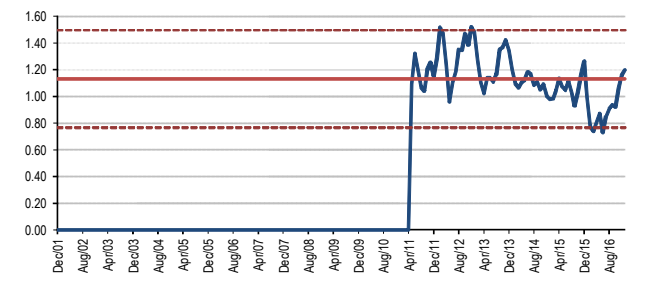
12 Mth Forward EPS Current: 117.02



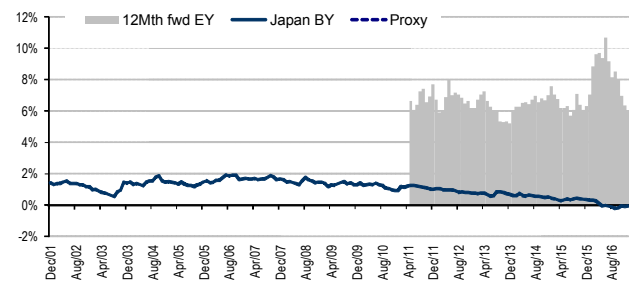
PE (1Yr Forward) Current: 16.7x



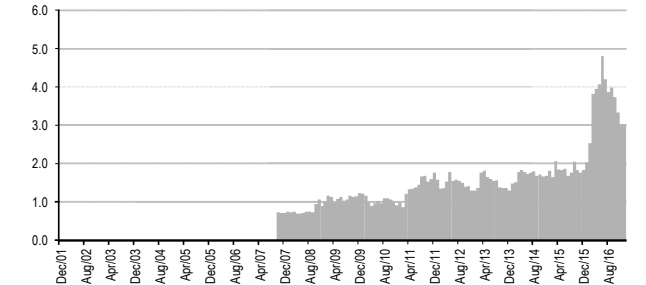
P/E Relative to Japan Index Current: 1.20



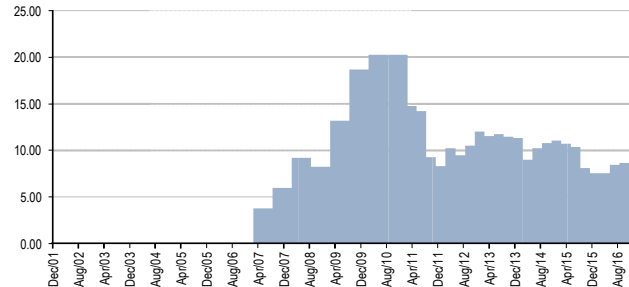
Earnings Yield (& Local Bond Yield) Current: 5.99%



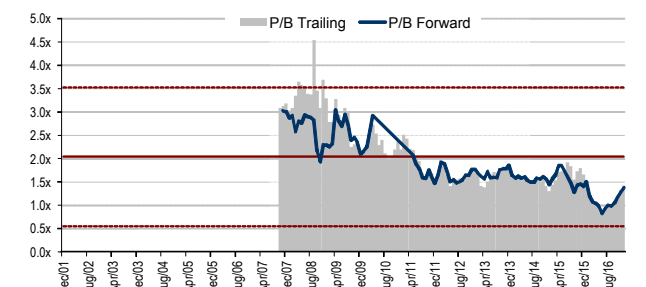
Dividend Yield (Trailing) Current: 3.02



ROE (Trailing) Current: 8.61



Price/Book (Value) Current: 1.4x



Summary

Sony Financial Holdings Inc.

JAPAN

Financials

TICKER 8729 JT

As Of: 27-Jan-17

Local Price: 1,955.00

EPS: 117.02

	Latest	Min	Max	Median	Average	2 S.D.+	2 S.D. -	% to Min	% to Max	% to Med	% to Avg
12mth Forward PE	16.71x										
P/BV (Trailing)	1.42x	0.82	4.54	1.76	2.04	3.53	0.55	-43%	219%	24%	43%
Dividend Yield (Trailing)	3.02	0.68	4.81	1.43	1.60	3.27	-0.08	-77%	59%	-53%	-47%
ROE (Trailing)	8.61	3.79	20.30	10.35	11.15	19.85	2.44	-56%	136%	20%	29%

Source: Bloomberg, Reuters Global Fundamentals, IBES CONSENSUS, JPMorgan Quantitative & Derivative Strategy

金融商品取引法に基づく表示事項

株式をお取引する場合には、約定代金に事前にお客様と個別に合意した手数料率を乗じて算出した委託手数料及び消費税を頂くこととなります。株式を募集等により取得する場合には、購入対価のみお支払いいただくこととなります。株式取引は株価の変動等により損失が生じる恐れがあります。また、外国株式取引の場合、為替相場の変動によっても損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 JP モルガン証券株式会社関東財務局長(金商)第 82 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、一般社団法人日本投資顧問業協会

アナリストによる保証:

本リサーチの第一責任者であり、表紙の冒頭の氏名に「AC」を掲載されているリサーチアナリストが、次のことをここに保証する。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの共同第一責任者である場合は、表紙に記載されている各アナリストグループの中で氏名に「AC」を掲載された者、もしくは本リサーチ内に氏名を掲載された者が、それぞれに当該有価証券または発行体に関する記述について、個別に、次のことをここに保証する。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは当該有価証券発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の意見を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。冒頭ページのリスト内の韓国をベースとするアナリストは、KOFIA の要件に基づき、不当な影響や干渉のない状態で、誠意をもって作成された分析及びアナリスト自身の意見を反映した意見であることを併せて保証する。

リーガル・ディスクロージャー

- **流動性提供者/マーケット・メーカー:** J.P. Morgan Securities plc.は、ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)の株式の流動性の提供および/あるいはソニーフィナンシャルホールディングス(8729)が発行している有価証券についてマーケットメイクを行っています。
- **主幹事、あるいはその他の引受人:** J.P.モルガンは、過去 12 ヶ月間に以下の企業の株式および/あるいは社債の公募発行における主幹事あるいはその他の引受人となっております:ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)
- **顧客:ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)は過去 12 ヶ月あるいは現在 JPM の顧客です。**
- **顧客/インベストメント・バンキング:** ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)は過去 12 ヶ月あるいは現在 JPM の顧客で、過去 12 ヶ月に JPM は同企業にインベストメント・バンキング・サービスを行っております。
- **顧客/インベストメント・バンキング以外の有価証券関連:** ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)は過去 12 ヶ月あるいは現在 JPM の顧客で、過去 12 ヶ月に JPM は同企業にインベストメント・バンキング・サービス以外の有価証券に関する業務サービスを行っております。
- **顧客/有価証券関連以外:** ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)は過去 12 ヶ月あるいは現在 JPM の顧客で、過去 12 ヶ月に JPM は同企業に有価証券以外に関する業務サービスを行っております。
- **投資銀行部門の報酬(過去 12 ヶ月):** J.P.モルガンは、過去 12 ヶ月間にソニーフィナンシャルホールディングス(8729)からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取っております。
- **投資銀行部門の報酬(今後 3 ヶ月):** J.P.モルガンは、本レポートで推奨された有価証券の発行企業から今後 3 ヶ月間に、以下の企業からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取る予定あるいは意図があります:ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)
- **投資銀行部門以外の報酬(過去 12 ヶ月):** JPMS は過去 12 ヶ月間に、ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)から投資銀行部門以外の商品あるいはサービスに対する報酬を受け取っております。
- **その他の投資事項:** J.P.モルガンは、ソニーフィナンシャルホールディングス(8729)に対し社債で百万米ドルあるいはそれ以上のポジションを持っています。

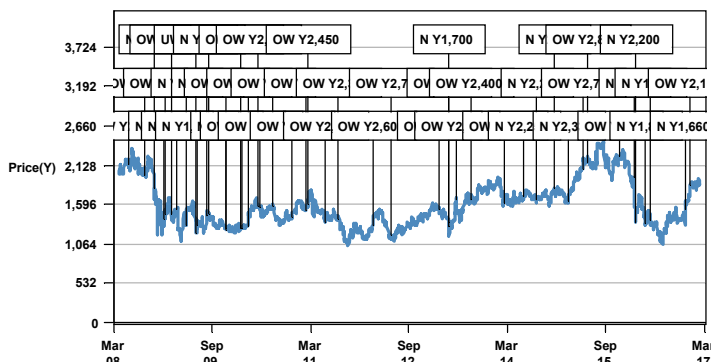
個別銘柄に関する重要なディスクロージャー:

要約レポート及び J.P.モルガンがカバレッジを行っている全銘柄に対する、株価チャートやクレジットオピニオン履歴を含む重要なディスクロージャーは、<https://jpm.com/research/disclosures>にてご覧になれます。もしくは、1-800-477-0406/米国または research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com へお問い合わせ下さい。J.P.モルガンのストラテジー、テクニカル、クウォンツリサーチチームは、J.P.モルガンがカバレッジを行っていない銘柄を選択する場合があります。これらの銘柄についての重要なディスクロージャーは、1-800-477-0406/米国または research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com へお問い合わせ下さい。

株価チャート

Date	Rating	Share Price (Y)	Price Target (Y)
19-May-08	OW	2135	2985
14-Aug-08	OW	1990	2900
14-Oct-08	N	1805	2150
01-Dec-08	N	1403	2100
11-Dec-08	OW	1477	2050
16-Jan-09	OW	1475	1950
13-Feb-09	N	1545	1750
08-Apr-09	N	1323	1900
02-Jun-09	UW	1207	1330
09-Jun-09	N	1315	1378
31-Jul-09	N	1459	1435
12-Aug-09	N	1476	1585
16-Nov-09	N	1282	1455
18-Nov-09	OW	1260	1620
04-Feb-10	OW	1265	1650
12-Feb-10	OW	1265	1740
15-Mar-10	OW	1298	2200
13-May-10	OW	1573	2115
21-May-10	OW	1558	2400
29-Jul-10	OW	1573	2200
16-Nov-10	OW	1434	2150
03-Feb-11	OW	1518	2400
15-Feb-11	OW	1610	2450
23-May-11	OW	1362	2400
28-Jul-11	OW	1406	2300
15-Feb-12	OW	1328	2600
19-May-12	OW	1181	2700
07-Feb-13	OW	1530	2850
03-Apr-13	OW	1360	2300
05-Apr-13	N	1298	1700
21-May-13	OW	1669	2300
12-Aug-13	OW	1671	2400
15-Feb-14	OW	1627	2500
27-May-14	N	1699	2250
09-Aug-14	N	1662	2280
15-Nov-14	N	1809	2350
04-Feb-15	N	1632	2330
21-Apr-15	OW	2072	2700
16-May-15	OW	2158	2850
13-Nov-15	OW	2258	2900
30-Jan-16	N	1967	2500
13-Feb-16	N	1356	2200
06-Apr-16	N	1335	1800
28-Apr-16	N	1390	1530
15-Nov-16	N	1535	1660
12-Dec-16	OW	1851	2100

Sony Financial Holdings (8729) (8729.T, 8729.JT) Price Chart



Source: Bloomberg and J.P. Morgan; price data adjusted for stock splits and dividends. Initiated coverage May 19, 2006.

本株価チャートは J.P.モルガンが継続してカバレッジしている銘柄の株価を示しています。現在の担当アナリストは、表示された全期間もしくは一部の期間において、当該銘柄をカバーしています。J.P.モルガンのレーティングまたはその停止: OW = Overweight, N= Neutral, UW = Underweight, NR = Not Rated

レーティングとその停止についての説明とアナリストのカバレッジ銘柄:

J.P.モルガンは以下の定義に基づいてレーティングを付与しています: Overweight (今後半年~1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンをアウトパフォームすると我々が予想する) Neutral (今後半年~1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均

と同程度のリターンを実現すると我々が予想する) Underweight (今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンをアンダーパフォームすると我々が予想する) Not Rated (NR) : J.P.モルガンは、会社の十分な基礎情報を得られないか、または法的、規制上もしくは政策上の、いずれかの理由によりレーティング(場合によっては目標株価)を停止しております。過去に付与していたレーティング(場合によっては目標株価)は、現時点において依拠されないようお願い致します。NRを付与することは、銘柄の推奨やレーティングの付与にはあたりません。アジア(オーストラリアを除く)及び英国における中小型株式のリサーチでは、各銘柄の予想トータルリターンは、アナリストのカバレッジ・ユニバースではなく、ベンチマークとする国の市場指数の予想トータルリターンと比較を行っています。保証を行っているアナリストのカバレッジ・ユニバースについて、本レポートの重要なディスクロージャーの中に含まれていない場合には、J.P.モルガンのリサーチウェブサイト(<http://www.jpmmorganmarkets.com>)にてご確認頂けます。

カバレッジ・ユニバース:

辻野 菜摘: イオンフィナンシャルサービス (8570) (8570.T), クレディセゾン (8253) (8253.T), 第一生命ホールディングス (8750) (8750.T), 大和証券グループ本社 (8601) (8601.T), ゆうちょ銀行 (7182) (7182.T), 日本郵政 (6178) (6178.T), かんぽ生命 (7181) (7181.T), MS&ADホールディングス (8725) (8725.T), 松井証券 (8628) (8628.T), マネックスグループ (8698) (8698.T), 野村ホールディングス (8604) (8604.T), オリックス (8591) (8591.T), SOMPOホールディングス (8630) (8630.T), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729) (8729.T), T&Dホールディングス (8795) (8795.T), 東京海上ホールディングス (8766) (8766.T), カブドットコム証券 (8703) (8703.T)

J.P.モルガン株式調査部レーティングの内訳 2017年1月2日

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
J.P. Morgan グローバル・エクイティ・リサーチのカバレッジ	43%	45%	12%
投資銀行部門の顧客*	52%	48%	34%
JPMS エクイティ・リサーチのカバレッジ	43%	50%	7%
投資銀行部門の顧客*	67%	61%	43%

* 各レーティングにおける投資銀行部門顧客の占める割合

注: FINRA/NYSE のレーティング・ディストリビューション・ディスクロージャールールに準拠すると、Overweight は buy に、Neutral は hold に、Underweight は sell に適合する。上記図表にはレーティング停止中の銘柄は含まれておりません。

株式バリュエーション及びリスク要因:

カバー銘柄もしくはカバー銘柄の目標株価に関するバリュエーションの方法ならびにリスク要因の説明については、当該銘柄について書かれた最新の個別企業レポートをご覧ください。最新のレポートはホームページ(<http://www.jpmmorganmarkets.com>)よりご覧になれるほか、当該銘柄の担当アナリストもしくは J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、Eメール(research.disclosure.inquiries@jpmmorgan.com)にてお尋ね下さい。

アナリスト報酬:

本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

米国以外のアナリスト登録:

特に記載が無い限り、レポート表紙に記載された米国以外のアナリストは JPMS の米国関連会社以外の関連会社の従業員であり、NYSE および FINRA の規定にあるリサーチアナリストとしての登録あるいは資格を有しておらず、JPMS の特殊関係人でなく、FINRA Rule 2711 および NYSE Rule 472 の規制である調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランスおよびリサーチアナリストの取引口座における有価証券取引に関する制約を受けない可能性があります。

その他のディスクロージャー

J.P.モルガン ("JPM")は、JP Morgan Securities, LLC. (JPMS)および全世界における米国以外の関連会社のブランドネームです。J.P. Morgan Cazenove は JPMorgan Chase & Co およびその関連会社の英国におけるインベストメント・バンキング・ビジネス、EMEA の株式および株式調査ビジネスのマーケティングネームです。

お客様にご利用頂ける全てのリサーチレポートは、発行と同時に当社の顧客用ウェブサイトである J.P. Morgan Markets においてご覧いただけます。全てのリサーチの内容が、第三者によるコンテンツ・サイト等に再配信・送信されている、または同サイト等で入手可能となっているとは限りません。個別銘柄について入手可能なレポートは、当社の担当セールスにお問い合わせ下さい。

オプションに関する調査資料: 本資料で提供する情報がオプションに関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションリスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Options の資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくは Option Clearing Corporation (OCC)のウェブサイト <http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskstoc.pdf> をご覧ください。

法人:米国: JPMS は NYSE, FINRA, SIPC ならびに NFA の会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A. は FDIC の会員です。英国: JPMorgan Chase N.A., London Branch は Prudential Regulation Authority の認可を受け、Financial Conduct Authority と Prudential Regulation Authority (一部) の監督下にあります。Prudential Regulation Authority による監督範囲の詳細については、J.P. Morgan までお問い合わせください。J.P. Morgan Securities plc. (JPMS plc) はロンドン証券取引所の会員であり、Prudential Regulation Authority の認可を受け、Financial Conduct Authority と the Prudential Regulation Authority の監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています: No. 2711006. Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. 南アフリカ: J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited はヨハネスブルグ証券取引所の会員で Financial Services Board の監督下にあります。香港: J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE 番号は AAJ321) は香港の Hong Kong Monetary Authority および Securities and Futures Commission の監督下にあります。J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE 番号は AAB027) は香港の Securities and Futures Commission の監督下にあります。韓国: 韓国内における当調査資料の発行・配布は、韓国取引所(KRX)の会員であり、かつ Financial Services Commission (FSC) および Financial Supervisory Service (FSS) の監督下にある J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch によって、または通じて行っております。オーストラリア: J.P. Morgan Australia Limited (JPMAL) (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188) は ASIC の監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (JPMSAL) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066) は ASX および CHI-X から証券・清算・決済業務の認可を受けており、ASIC の監督下にあります。台湾: J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited は台湾証券取引所(会社型)および台湾金融監督委員会(Taiwan Securities and Futures Bureau)の監督下にあります。インド: J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity Number は U67120MH1992FTC068724, J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz East, Mumbai – 400098) は、Securities and Exchange Board of India (SEBI) に Registration number INH000001873 として 'Research Analyst' 登録されております。J.P. Morgan India Private Limited はインド証券取引所 (National Stock Exchange of the India Limited; SEBI Registration Number - INB 230675231/INF 230675231/INE 230675231) とボンベイ証券取引所 (SEBI Registration Number - INB010675237/INF010675237) に会員登録されています。(電話番号: 91-22-6157 3000, ファックス: 91-22-6157 3990, ウェブサイト: www.jpmlpl.com) インド国外で発行された調査資料は、J.P. Morgan India Private Limited がインド国内に配布したものではありません。タイ: 当調査資料は、タイ証券取引所の会員で Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission の監督下にある JPMorgan Securities (Thailand) Limited により発行・配布されています。登録住所: 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500. インドネシア: PT J.P. Morgan Securities Indonesia は、インドネシア証券取引所の会員であり、the OJK a.k.a BAPEPAM LK の監督下にあります。フィリピン: J.P. Morgan Securities Philippines Inc. はフィリピン証券取引所の取引参加者、Securities Clearing Corporation of the Philippines および Securities Investor Protection Fund の会員で、フィリピン証券取引委員会 (SEC) の監督下にあります。ブラジル: Banco J.P. Morgan S.A. はブラジル証券取引委員会 (CVM) およびブラジル中央銀行(BCB)の監督下にあります。メキシコ: J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero はメキシコ証券取引所の会員であり、National Banking and Securities Exchange Commission からブローカーディーラーとして認可を受けております。シンガポール: シンガポール内における当調査資料の発行・配布はシンガポール証券取引所の会員で Monetary Authority of Singapore (MAS) 監督下の J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMS)[MCI (P) 193/03/2016 and Co. Reg. No.:199405335R] および/もしくは、MAS 監督下の JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore)[MCI (P) 089/09/2016] によって、または通じて行っております。当調査資料はシンガポール内においては Section 4A of the Securities and Futures Act (SFA), Cap. 289 にて定義された "accredited investors", "expert investors" 及び "institutional investors," のみに配信されます。本資料は、個人投資家または SFA Section 4A において定義されている accredited investors, expert investors もしくは institutional investors に該当しないその他の investors に対しての、発行・配布を意図しておりません。本資料により発生した/もしくは本資料に関連する問い合わせは、JPMS もしくは JPMCB Singapore にご連絡下さい。マレーシア: 当調査資料の発行・配布は J.P. Morgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X) が行っており、Bursa Malaysia Berhad の会員かつマレーシア証券委員会が認可する資本市場サービスライセンス(Capital Markets Services License)の取得者です。パキスタン: J.P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd はカラチ証券取引所の会員で、Securities and Exchange Commission of Pakistan の監督下にあります。サウジアラビア: J.P. Morgan Saudi Arabia Ltd. は、サウジアラビア王国のサウジ資本市場庁(Capital Market Authority)より、エージェントとして取引の遂行、証券業務に関するアレンジ、助言および保管に携わる認可 (35-07079, 8th Floor, Al-Faisaliyah Tower, King Fahad Road, P.O. Box 51907, Riyadh 11553, Kingdom of Saudi Arabia)を受けております。ドバイ: JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch は、Dubai Financial Services Authority (DFSA) の監督下にあります。登録住所: Dubai International Financial Centre - Building 3, Level 7, PO Box 506551, Dubai, UAE.

Country and Region Specific Disclosures

U.K. and European Economic Area (EEA): Unless specified to the contrary, issued and approved for distribution in the U.K. and the EEA by JPMS plc. Investment research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's policies for managing conflicts of interest arising as a result of publication and distribution of investment research. Many European regulators require a firm to establish, implement and maintain such a policy. Further information about J.P. Morgan's conflict of interest policy and a description of the effective internal organisations and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest is set out at the following link <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320678075935.pdf>. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction. **Australia:** This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. This material does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the term "wholesale client" has the meaning given in section 761G of the Corporations Act 2001. **Germany:** This material is distributed in Germany by J.P. Morgan Securities plc, Frankfurt Branch which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Hong Kong:** The 1% ownership disclosure as of the previous month end satisfies the requirements under Paragraph 16.5(a) of the Hong Kong Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission. (For research published within the first ten days of the month, the disclosure may be based on the month end data from two months prior.) J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited is the liquidity provider/market maker for derivative warrants, callable bull bear contracts and stock options listed on the Stock Exchange of Hong Kong Limited. An updated list can be found on HKEx website: <http://www.hkex.com.hk>. **Japan:** There is a risk that a loss may occur due to a change in the price of the shares in the case of share trading, and that a loss may occur due to the exchange rate in the case of foreign share trading. In the case of share trading, JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., will be receiving a brokerage fee and consumption tax (shouhizei) calculated by multiplying the executed price by the commission rate which was individually agreed between JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., and the customer in advance. Financial Instruments Firms: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., Kanto Local Finance Bureau (kinsho) No. 82 Participating Association / Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Type II Financial Instruments Firms Association and Japan Investment Advisers Association. **Korea:** This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Singapore:** As at the date of this report, JPMS is a designated market maker for certain structured warrants listed on the Singapore Exchange where the underlying securities may be the securities discussed in this report. Arising from its role as designated market maker for such structured warrants, JPMS may conduct hedging activities in respect of such underlying securities and hold or have an interest in such underlying securities as a result. The updated list of structured warrants for which JPMS acts as designated market maker may be found on the website of the Singapore Exchange Limited: <http://www.sgx.com.sg>. In addition, JPMS and/or its affiliates may also have an interest or holding in any of the securities discussed in this report – please see the Important Disclosures section above. For securities where the holding is 1% or greater, the holding

may be found in the Important Disclosures section above. For all other securities mentioned in this report, JPMS and/or its affiliates may have a holding of less than 1% in such securities and may trade them in ways different from those discussed in this report. Employees of JPMS and/or its affiliates not involved in the preparation of this report may have investments in the securities (or derivatives of such securities) mentioned in this report and may trade them in ways different from those discussed in this report. **Taiwan:** This material is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited. According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material which may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the "Important Disclosures" in this material. **India:** For private circulation only, not for sale. **Pakistan:** For private circulation only, not for sale. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of "the public" as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL. **Canada:** The information contained herein is not, and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein, or solicitation of an offer to buy securities described herein, in Canada or any province or territory thereof. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by a dealer properly registered under applicable securities laws or, alternatively, pursuant to an exemption from the dealer registration requirement in the relevant province or territory of Canada in which such offer or sale is made. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. To the extent that the information contained herein references securities of an issuer incorporated, formed or created under the laws of Canada or a province or territory of Canada, any trades in such securities must be conducted through a dealer registered in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon these materials, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offence. **Dubai:** This report has been issued to persons regarded as professional clients as defined under the DFSA rules. **Brazil:** Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com.

一般: 追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、JPMorgan Chase & Co.、もしくは関連会社、および/もしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、JPMS および/もしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願いいたします。米国以外の関連会社が発行した調査資料の米国内での配布、および内容に関する責任は JPMS が負っております。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供することができます。準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地の J.P.モルガン子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。

(「その他のディスクロージャー」2017年01月07日改訂)

Copyright 2017 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。