



東大金融研究会

日本ホスピスホールディングス株式会社 (7061)

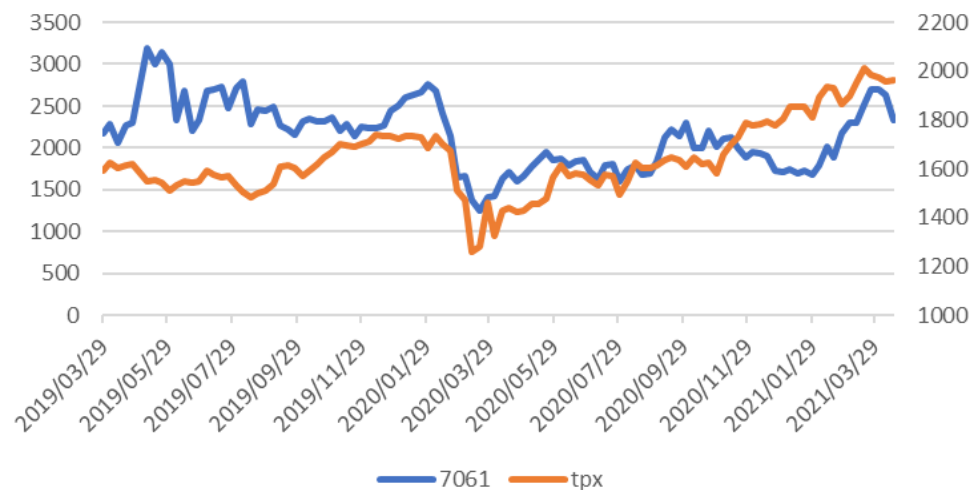


今回のポイント

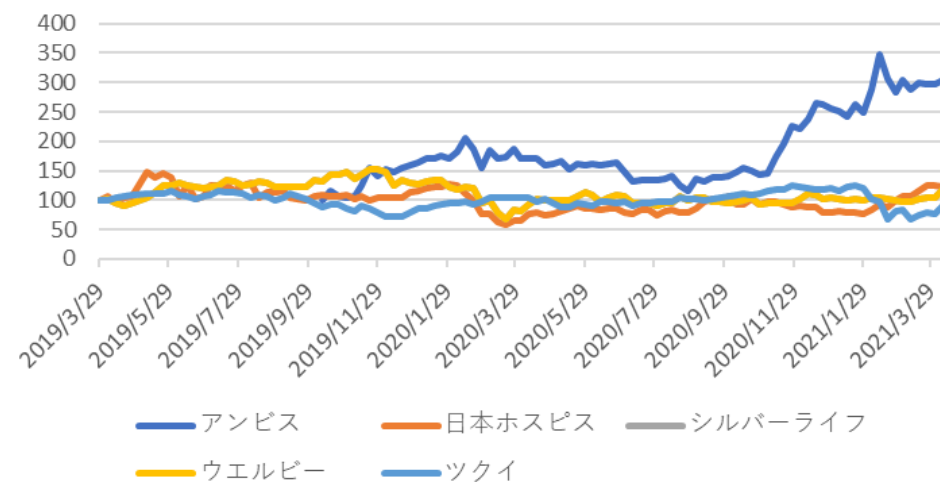
- 1 ; 終末期のがん患者、難病患者をターゲットにした”看取り”ビジネスは病院側、患者側双方のニーズを満たすものであり非常に高い水準で業績が伸長してきた。当社は競合のアンビスと比較すると、新規施設の開設ペースで遅れており、これが株価パフォーマンスに影響を与えていると思われる。
- 2 ; 利益率が競合のアンビスと比較すると、かなりの低水準になるのでコスト構造に関してもう少し開示が進むと良い。
- 3 ; 新規開設に伴う固定資産投資が継続的に発生するので、成長が加速するほど資金が必要になり、フリーキャッシュフローはタイトになる傾向がある。当社はバランスシートも弱く、どこかで資金調達を総合的に見直す必要がある。
- 4 ; バリュエーションは非常に割高。当面は計画通りのしっかりした業績を達成し続けることが重要。

過去の株価推移

過去の株価推移



対競合比株価推移





東大金融研究会

日本ホスピスホールディングス(株)

株価；2,467円（2021/4/21終値）

時価総額；195.5億円

EV；229.6億円

Valuation

FY21 EBITDA；7.6億円

FY21 EV/EBITDA；30.2x

Net Debt；34.1億円

FY21 EPS；27.9円

FY21 PER；88.8x

PBR；15.6x

事業概要

”看取り”は超高齢化社会の重要課題の1つ。2039年には日本の年間死亡者は167万人に達するとみられ、2017年と比較すると33万人も多くなることが予測されている。

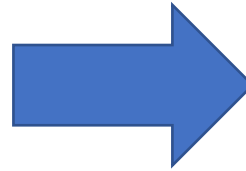
当社は“在宅ホスピスの研究と普及”をミッションとして掲げ、“看取り”へ対応するケア（ターミナルケア）を末期がん及び難病患者を対象として提供している。

厚労省の医療政策を背景として、入院日数の短縮化を迫られている医療機関、自宅に戻り自由度の高い生活をして過ごしたい患者、これら双方のニーズを満たすことを目的として、24時間365日対応が可能な訪問看護、訪問介護及びホスピス住宅を組み合わせる在宅ホスピスを展開している。

当社は在宅ホスピスを提供することにより、訪問看護料、訪問介護料及びホスピス住宅に係る家賃収入などを得ている。訪問看護料は、国民保険、社会保険基金より支払われる診療報酬および利用者からの自己負担金で構成されている。ホスピス住宅に係る家賃収入は、ホスピス住宅の入居に際して、入居者との間で賃貸借契約を締結しており、これに基づいて毎月の家賃収入を得ている。

事業計画の考え方、見せ方

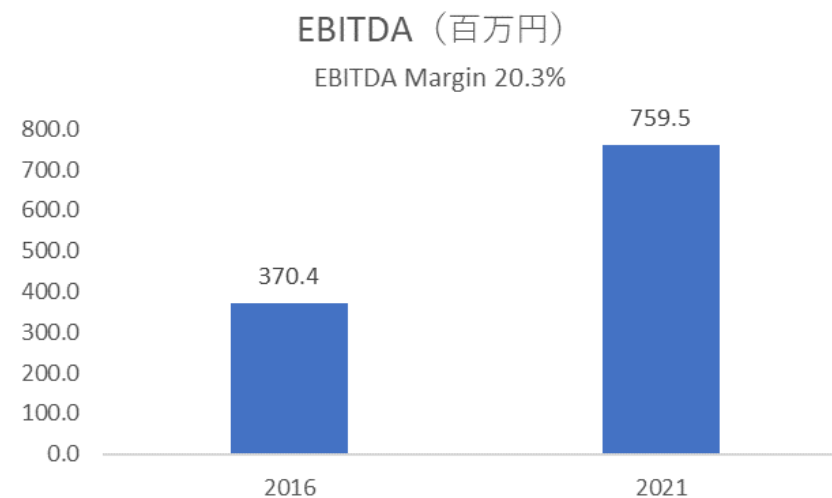
- コスト構造の開示
- 資金調達に関する考え方
- 売上/利益の関係に対する補足的な表



- 入居率は比較的安定しているので、売上の動向は新施設の開設に依存する割合が高い。トップラインはある程度読めるので、そこからどのようなコスト配分で最終利益に落ちるのかをもう少し丁寧に開示する必要がある。
- 株主資本が過小なことに加えて、フリーキャッシュフローのマイナスが今後しばらく続く可能性がある。資金調達についての総括的な考え方を提示してもらえると有難い。
- 売上と利益の相関が非常に低い。どの期間にどれだけの一時的なコストが生じたなど過去なぜ相関が低かったかについての分析のページが欲しい。

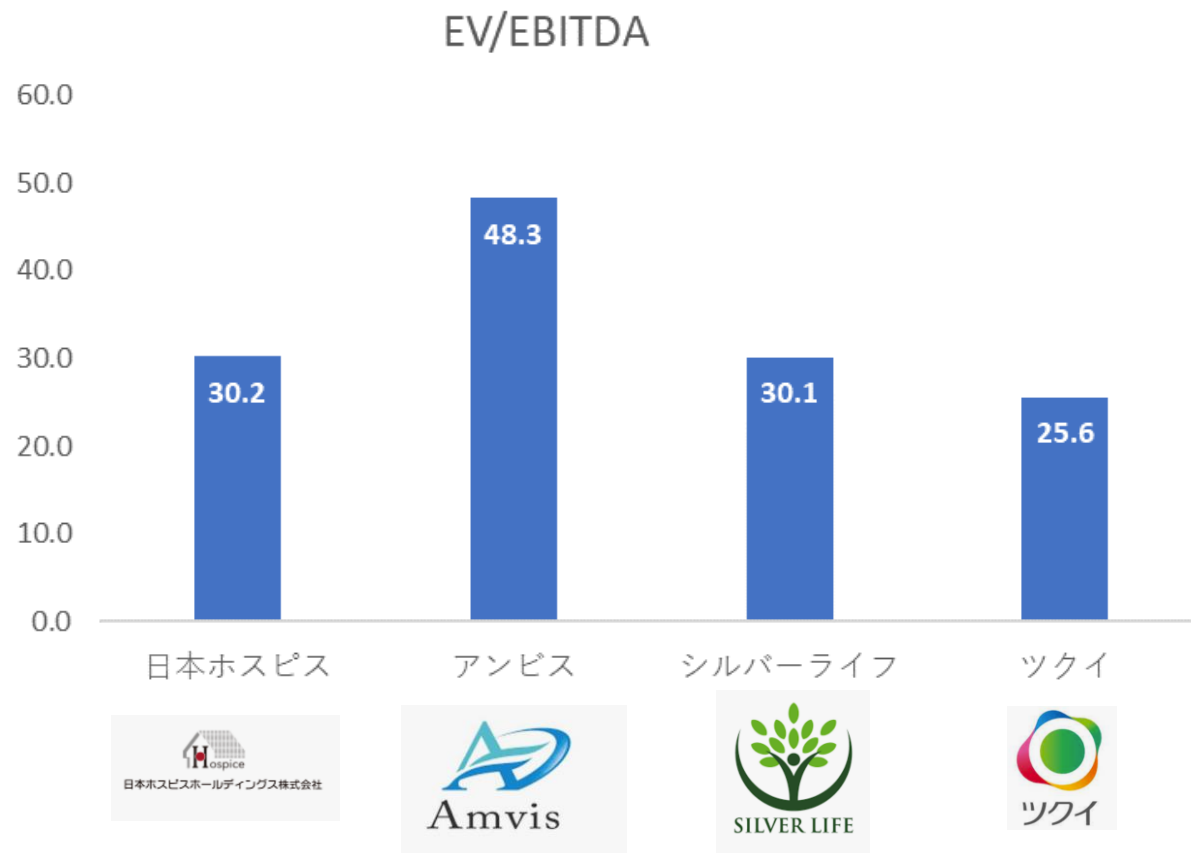
過去数年は高成長を遂げてきた

2019年のIPO前後も含めて、過去5年で売上成長率59.4%と驚異的な成長を遂げてきた。また、EBITDA成長率も同期間で35.0%程度あり、収益性を維持して高成長を具現化してきた。社会的にニーズも非常に強く、未だ市場は黎明期と考える。



競合他社と比較してバリュエーションはやや割高

FY21 EV/EBITDAの競合比較



ホスピス事業を営む2社が他の国内ヘルスケア会社と比較すると割高感が否めない水準。

構造的に社会的にニーズが高いこともあるが、今後まだまだ需要が伸びて中長期的な見通しが立ちやすいことも理由にあると思われる。

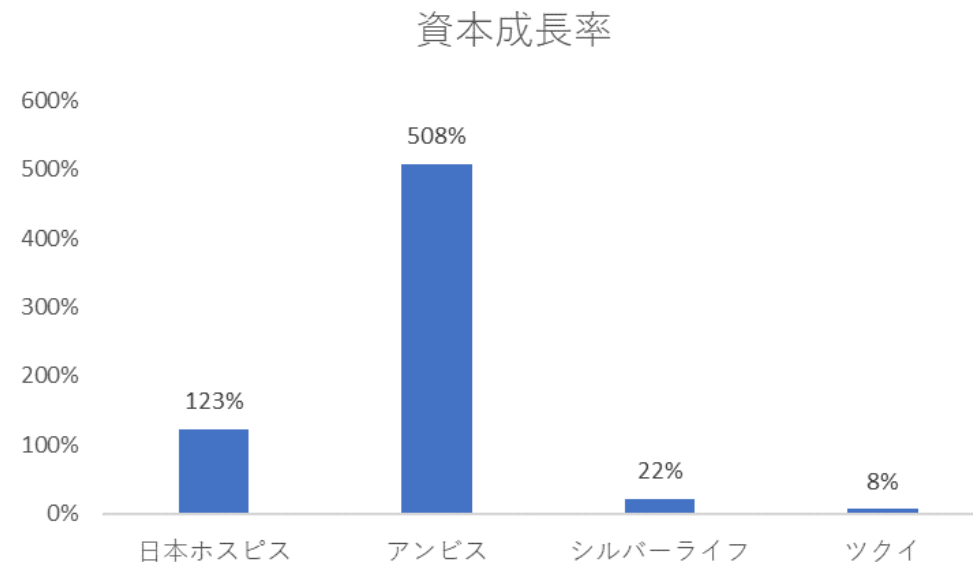
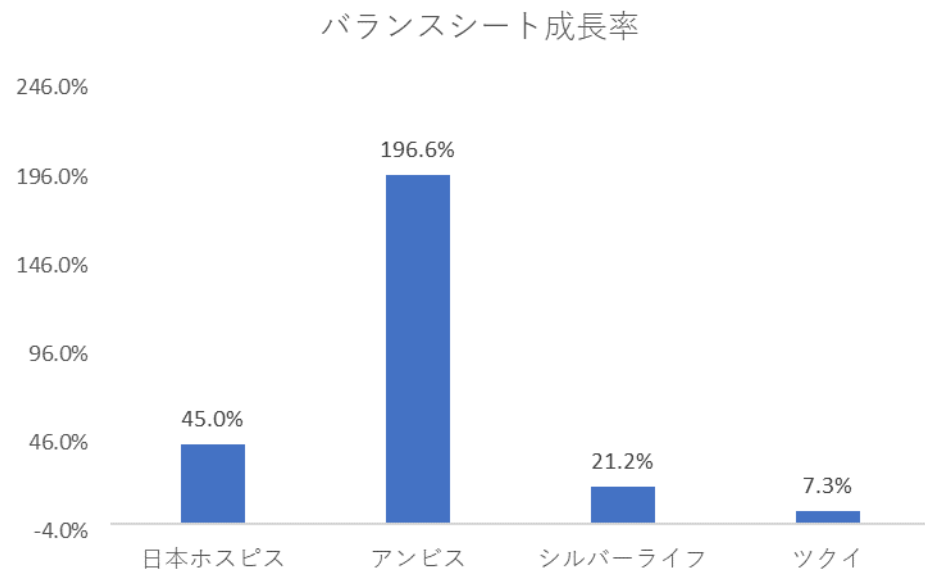
収益性は同業他社に劣り、バランスシートもやや悪い

全体的な利益率がやや低く、結果として収益性は同業他社比非常に劣る。資本集約的なビジネス構造の為、バランスシートの安全性はどうしても劣ってしまう。

	日本ホスピス		同業他社 アンビス		同業他社		評価
	前期(20/12)	今期計画	前期(20/9)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	17.5%		40.9%		22.2%		低い
営業利益率	7.3%	9.2%	19.9%	18.2%	7.6%	5.2%	平均的
EBITDAマージン	10.7%		23.0%		10.4%		平均的
当期純利益率	2.2%	3.4%	13.1%	12.9%	4.9%	3.6%	低い
収益性							
ROIC	2.2%	13.9%	11.5%	11.4%	10.0%	6.7%	低い
WACC	3.3%	3.3%	2.4%	1.8%	4.5%	4.3%	平均的
ROE	9.3%	16.2%	38.3%	30.7%	12.5%	9.3%	低い
CAPM	4.4%	4.4%	4.8%	4.8%	6.3%	6.3%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	4.00		2.16		1.20		高い
株主資本比率	19.9%		31.7%		54.4%		低い
自己資本比率	19.9%		31.7%		54.3%		低い
当座比率	91.3%		93.0%		118.6%		平均的
流動比率	173.7%		160.5%		216.5%		平均的
PBR	15.6		25.3		4.3		高い
投資有価証券比率	0.0%		0.0%		0.2%		平均的
10%変動/OP	0.0%		#DIV/0!				

株式公開（IPO）もありバランスシートは拡大

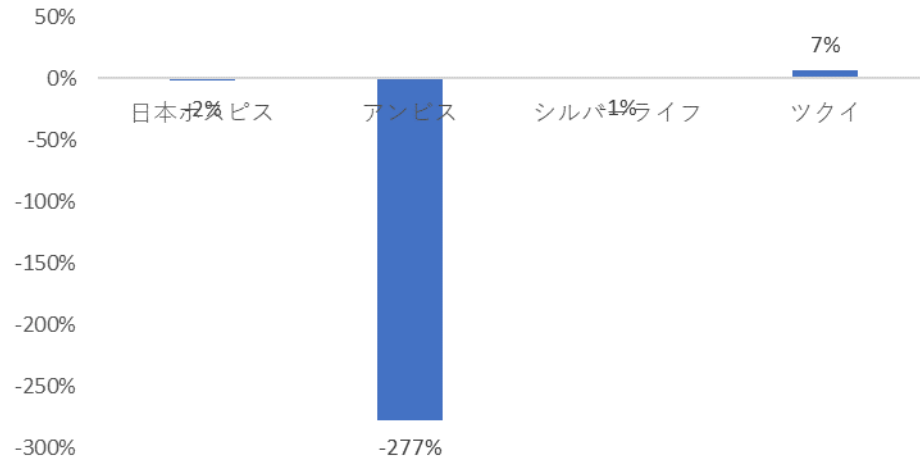
当社、アンビスともに2019年に株式公開をしており、その影響も大きくバランスシートは大きく拡大。ただし、ビジネスモデルからもバランスシートは増加する。



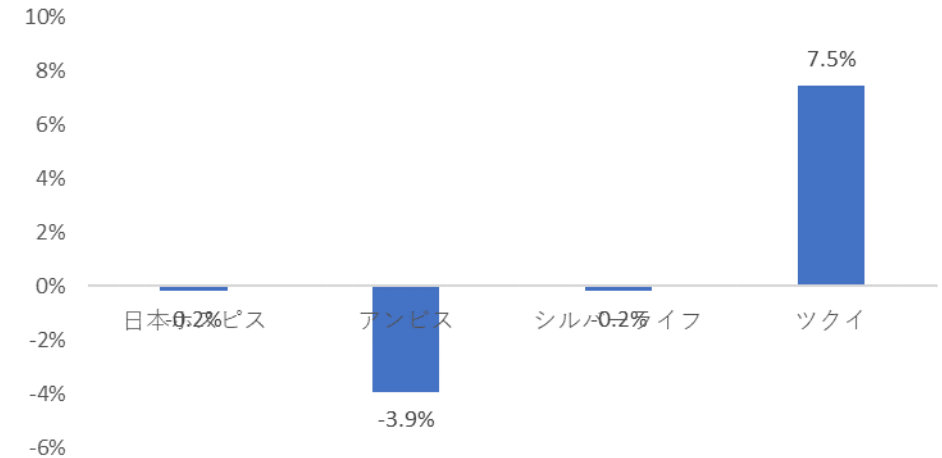
固定投資負担は大きい

資本主役的な産業でビジネスの拡大は基本的にはバランスシートの拡大を伴う。この点、過去の成長スピードが早かったアンビスのキャッシュフローの赤字は致し方ない。

3年前の売上比



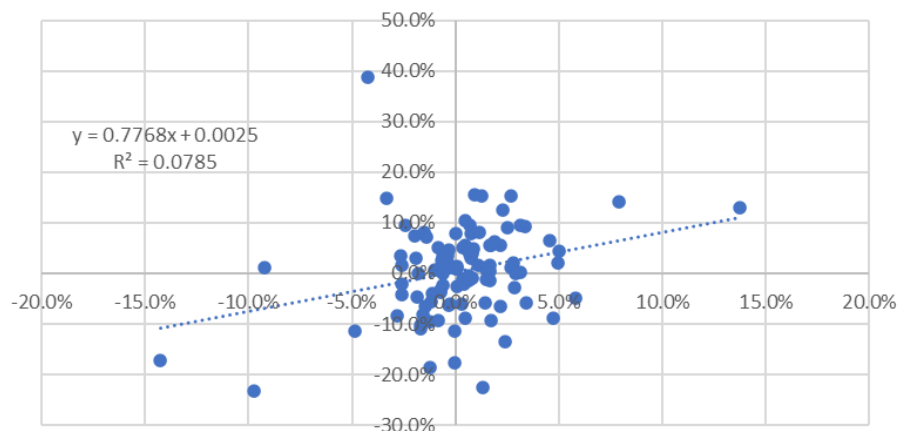
時価総額比



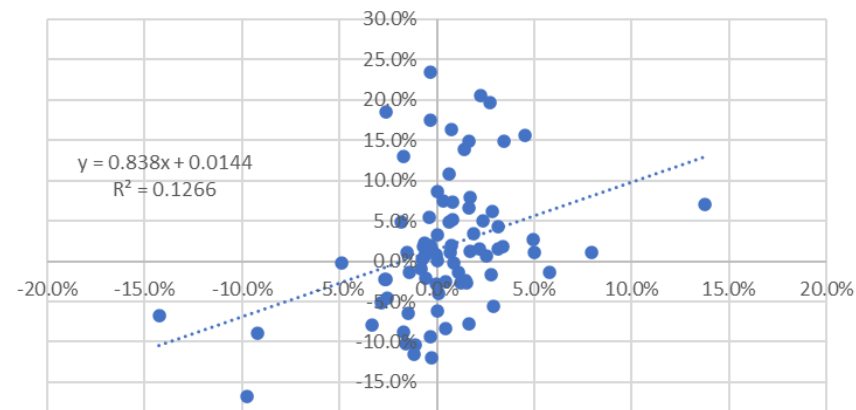
現在の株式 β は相対的に低い

当社の株式 β はアンビスとともにかなりディフェンシブ的な数字になっているが実態はもう少し大きいであろう。時間軸と共に修正されていくと考える。

日本ホスピス対Topix



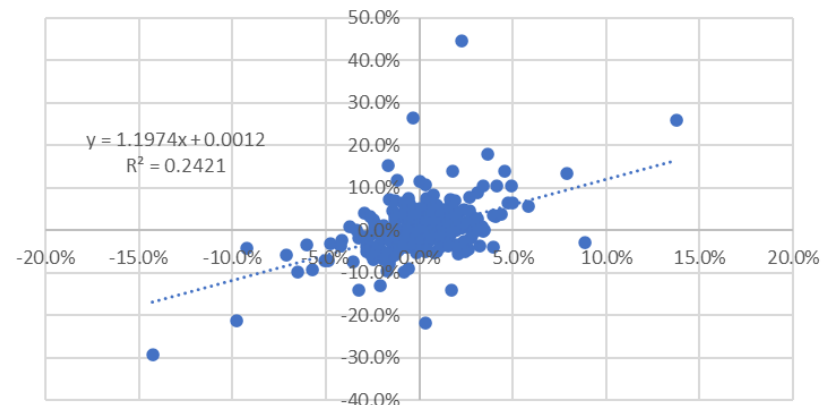
アンビスvsTopix



シルバーライフ対Topix



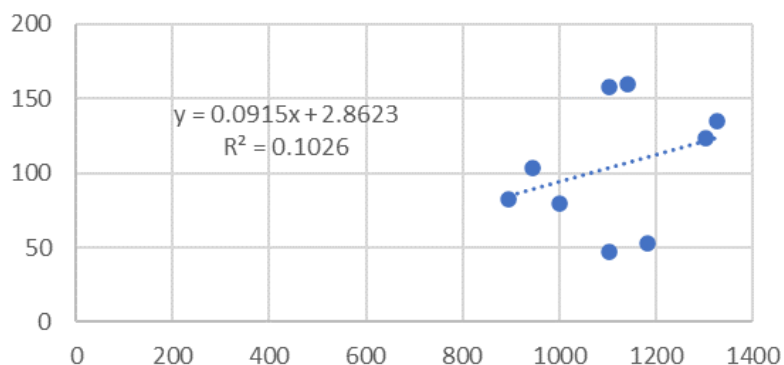
ツクイ対Topix



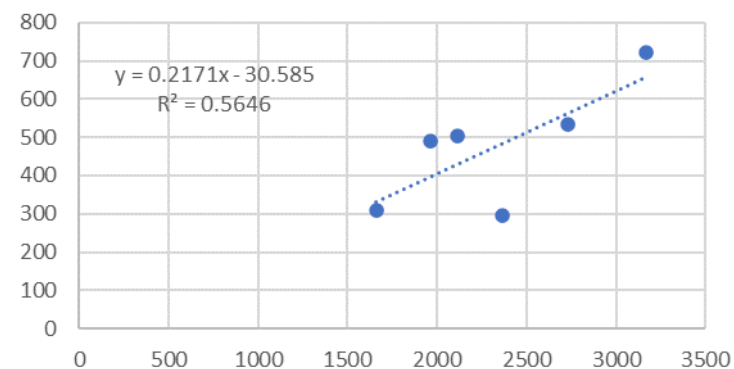
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。人材会社の安定度は総体的に低い。

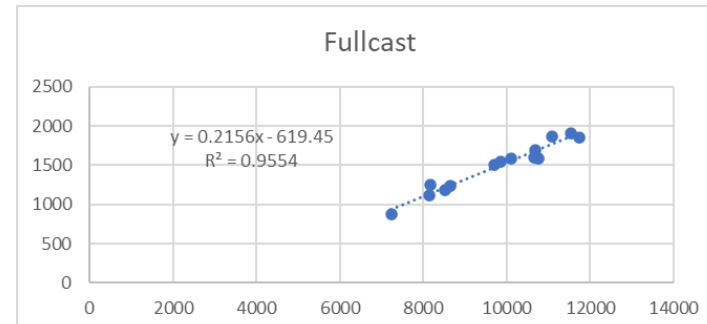
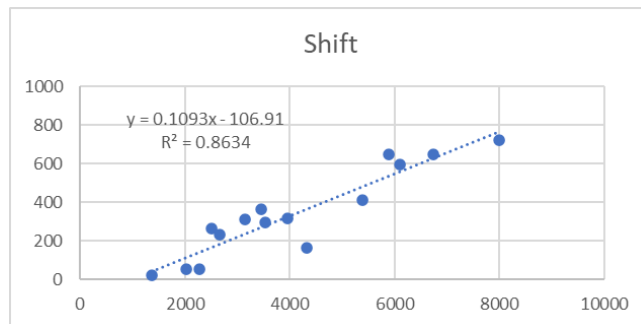
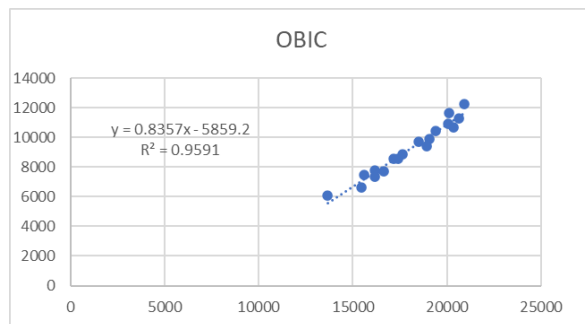
日本ホスピス



アンビス



決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。



ROEは許容されるべき水準

当社のROEは9.3%とまずまずではあるが、高成長を遂げているアンビスの利益率が高く、競合他社比較で大きく見劣りする。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	na	7.4%	1.9%
ROE	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	na	42.5%	9.3%
売上高純利益率	#DIV/0!	#DIV/0!	-3.2%	5.0%	7.1%	2.2%
回転率	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	1.82	1.05	0.90
レバレッジ	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	na	5.71	4.79

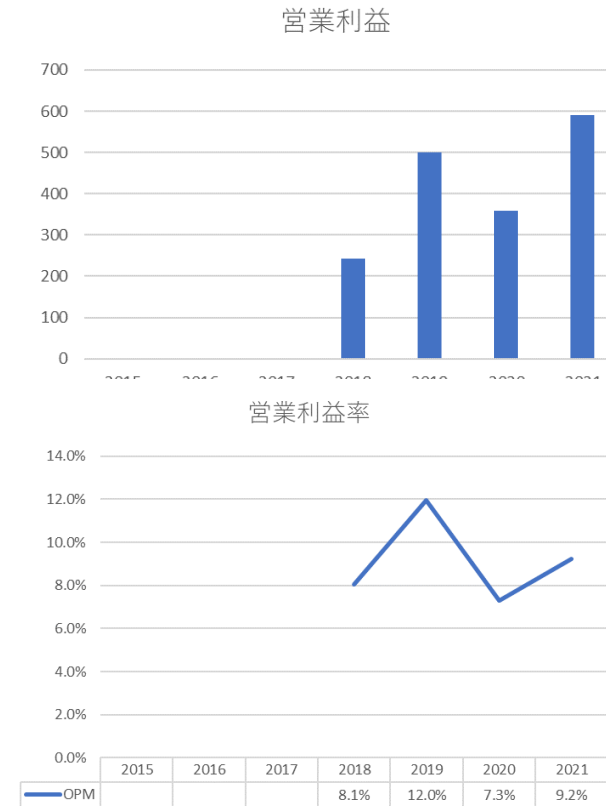
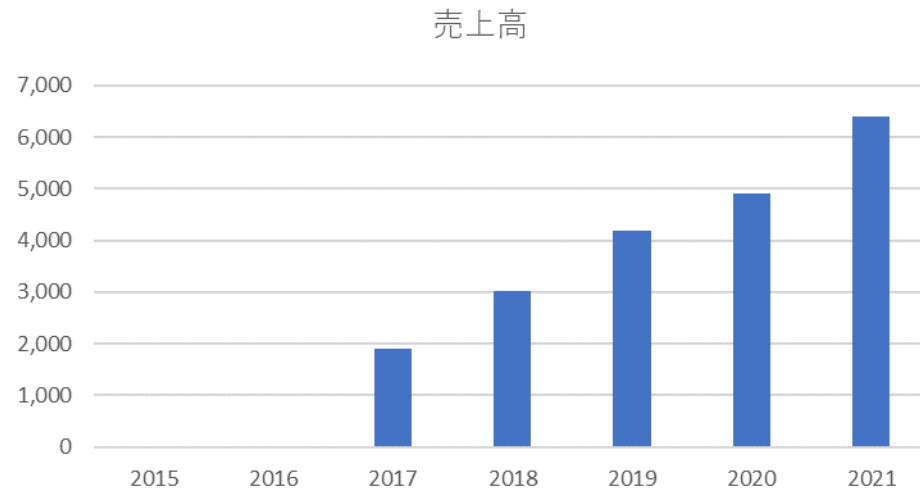
アンビスのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	17.2%	11.7%	10.3%
ROE	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	122.9%	78.4%	38.3%
売上高純利益率	#DIV/0!	#DIV/0!	6.8%	9.3%	11.2%	13.1%
回転率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.86	1.04	0.78
レバレッジ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	7.14	6.72	3.73

(東大金融研究会作成)

売上高、利益は順調に成長

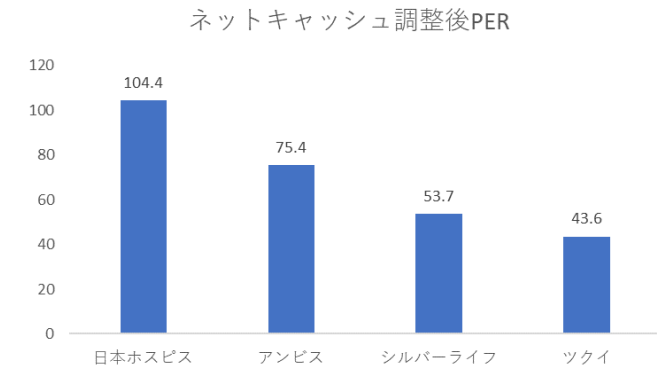
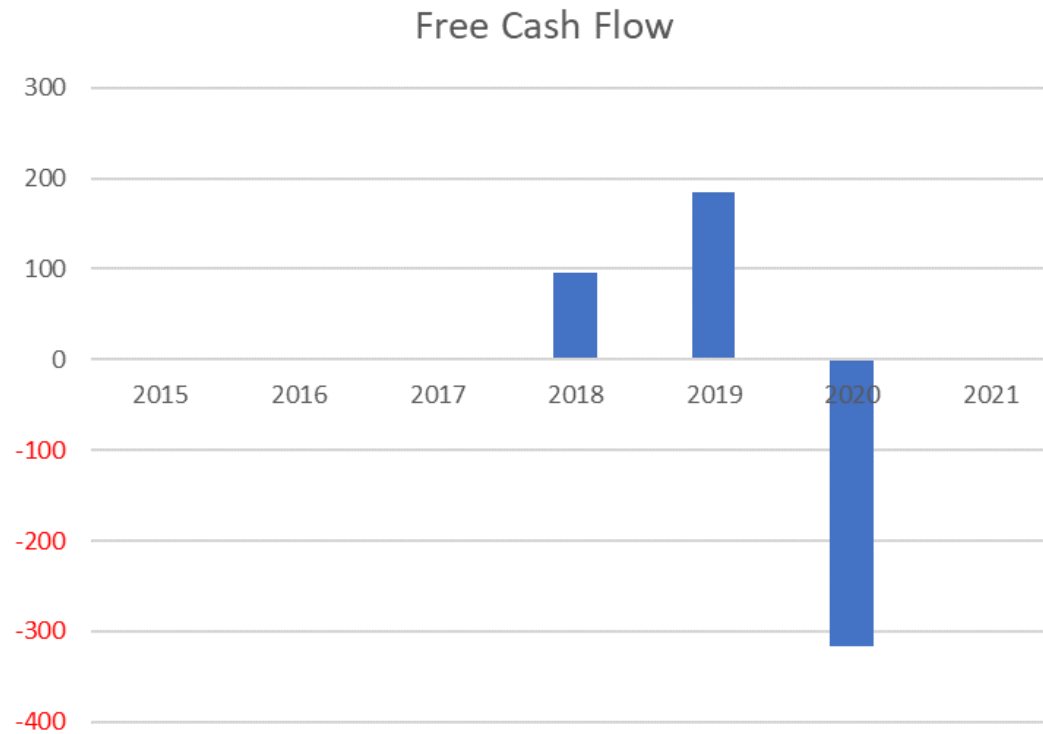
コロナの影響も懸念されたが、業績は堅調に推移。償却負担などもあり、利益は売上ほどには伸びていない。



(会社資料より作成)

フリーキャッシュフローはかつかつ

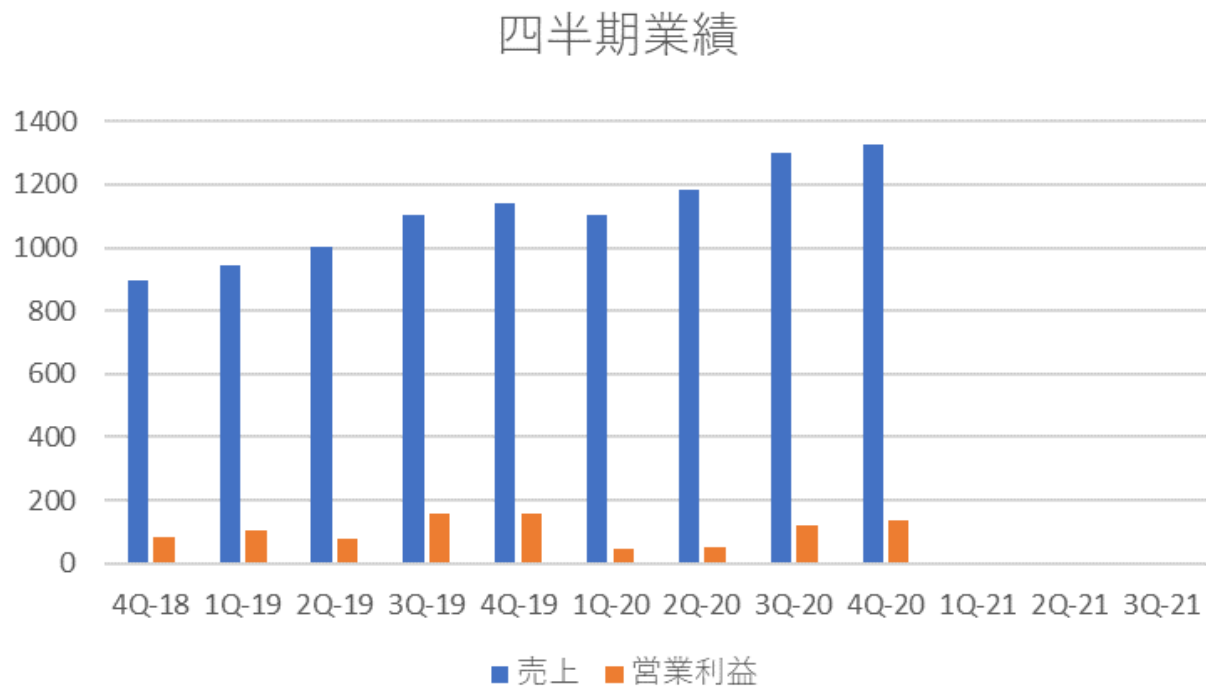
新施設を立ち上げて成長を加速させると、どうしてもキャッシュフローは赤字になる。元来、バランスシートが綺麗でない
ので、どこかで中長期的な成長資本を取り入れる必要がある。



EV/EBITDAで見ると割高であったアンビスの株価も修正PERで見ると当社の方が割高になる。

売上は順調に推移

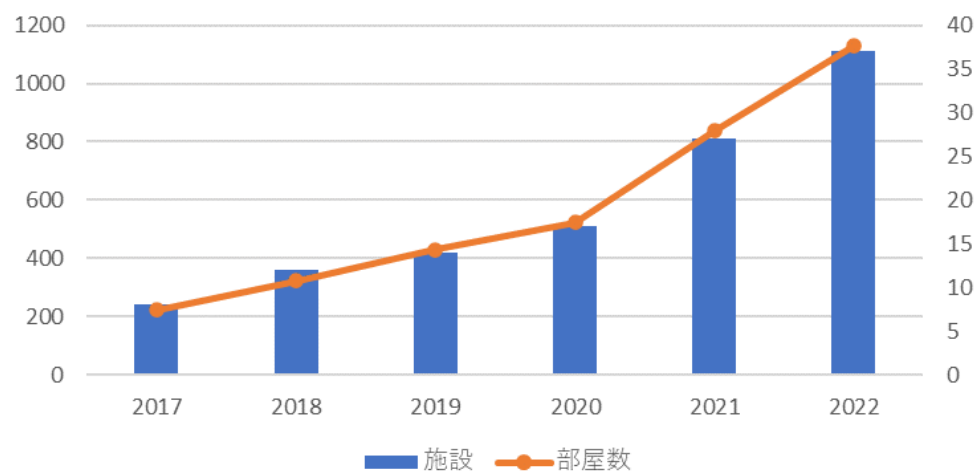
売上は概ね順調に推移。一方で、利益の動向は低水準で爬行色がある。



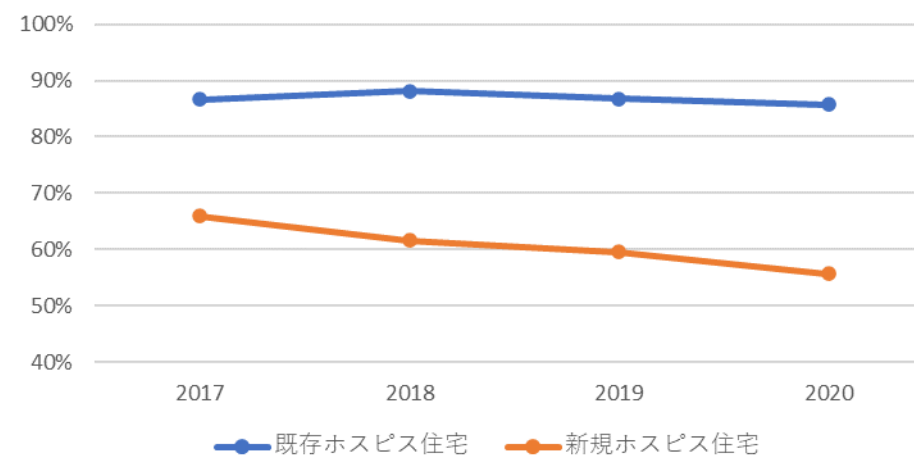
KPIとなる施設数と部屋数

今後、施設数、部屋数ともに大きく上昇する計画。かつ、施設当たりの部屋数も現在の20-30から50をターゲットにしており、やや大型の施設が開設される方向。

施設数と部屋数



平均入居率



これまでの業績推移

今期以降は施設数を増加させていく方針の為、キャッシュフローは悪化していく局面化。レバレッジが高く、株式調達のリスクは付きまとう。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	0	2,044	2,115	3,411	3,412
発行済み株式数（百万株）				7	8	8	8
株価					2,508	1,707	2,467
時価総額	0	0	0	0	19,129	13,525	19,546
EV	0	0	0	2,044	21,243	16,936	22,958
EBITDA	0	0	0	370	627	533	641
EBITDA margin	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	12.3%	14.9%	10.8%	10.0%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	5.5	33.9	31.8	35.8
EBITDA	0	0	0	369	631	528	760
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	5.5	33.7	32.1	30.2
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	21.1	39.1	13.5	27.8
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	64.2	126.3	88.8
流動資産				949	1,626	1,825	
現金				386	828	959	959
受取手形							
売掛金				530	745	775	
棚卸資産							
投資有価証券							0
流動負債				547	718	1,051	34,681
買掛金							
短期借入金						227	227
1年以内返済長期借入				128	140	260	260
長期借入				2,303	2,802	3,884	3,884
株主資本				358	1,044	1,250	1,470
その他包括利益				0	0	0	0
自己資本	0	0	0	358	1,044	1,250	1,470
純資産				364	1,049	1,259	
総資産				3,314	4,688	6,297	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高			1,895	3,015	4,194	4,917	6,400
粗利売上				59.1%	39.1%	17.2%	30.2%
売上総利益				642	990	860	
				21.3%	23.6%	17.5%	
営業利益				243	501	359	590
				8.1%	12.0%	7.3%	9.2%
支払利息				111	111	157	157
特別利益				65	1	0	
特別損失				0	0	0	
税前当期利益				199	387	206	314
親会社に帰属する利益			-60	149	298	107	220
減価償却費				70	74	114	114
のれん償却				56	56	56	56
金利		#DIV/0!	#DIV/0!	9.1%	4.1%	4.3%	
営業CF				241	323	226	
投資CF				-145	-138	-542	
FCF	0	0	0	96	185	-316	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数			227	308	346	440	
					12.3%	27.2%	
1名当たり売上		#DIV/0!	8	10	12	11	

コストの詳細は言及可能か

競合会社であるアンビスとの利益率の差が著しいので明確なコスト構造に関する説明が必要。

7061日本ホスピス	FY2018	FY2019	FY2020
売上	3,015	4,194	4,917
売上原価	2,374	3,204	4,057
人件費			
労務費			
経費			
粗利益	642	990	860
	21.3%	23.6%	17.5%
販管費	399	489	502
広告宣伝費			
人件費	228	291	321
役員報酬	73	90	65
給与手当	77	88	118
福利厚生	20	21	24
租税公課	58	92	114
退職給付費用			
賞与引当			
地代家賃			
業務委託費			
減価償却費			
のれん	56	56	56
研究開発費			
営業利益	243	501	359
	8.1%	12.0%	7.3%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	79	76	83
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	21	24	17
販管費	13	12	10
広告宣伝費	0	0	0
人件費	8	7	7
役員報酬	2	2	1
給与手当	3	2	2
福利厚生	1	1	0
租税公課	2	2	2
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
地代家賃	0	0	0
業務委託費	0	0	0
減価償却費	0	0	0
のれん	2	1	1
研究開発費	0	0	0
営業利益	8	12	7

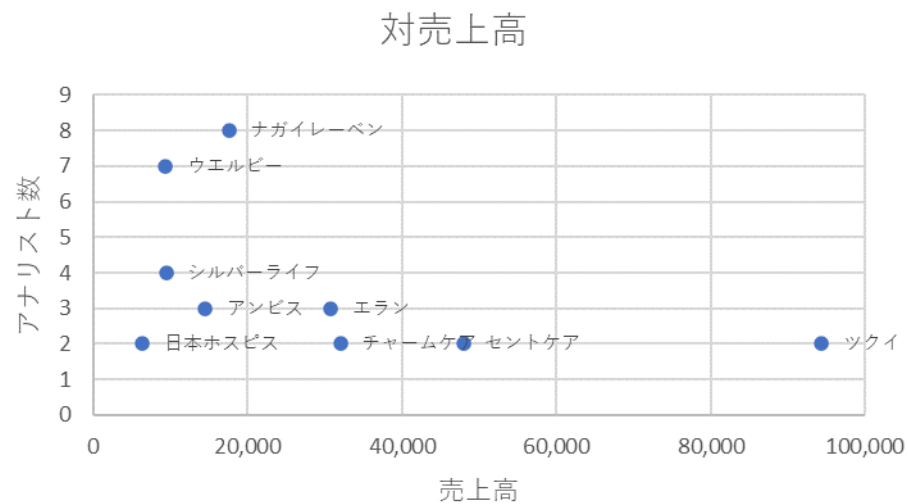


東大金融研究会

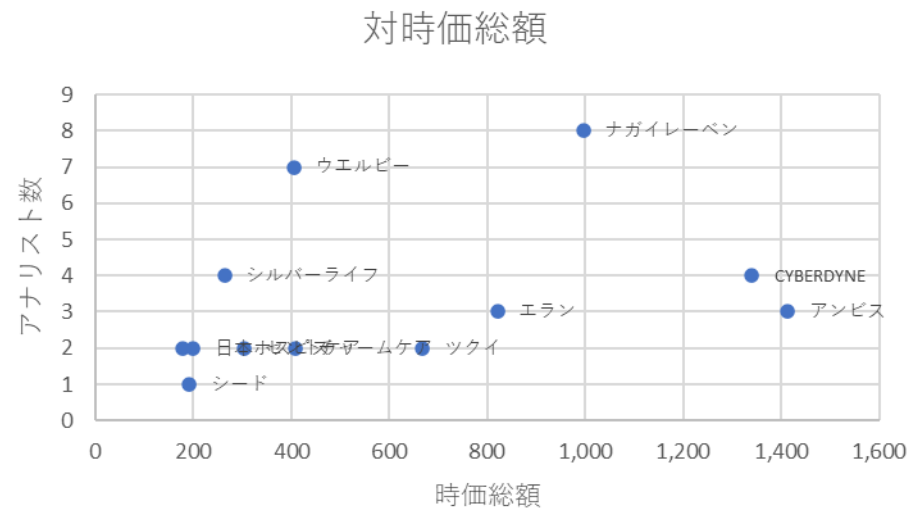
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

成長産業であることに疑いの余地はないので、まずはしっかり業績を作って定期的なセルサイド及びバイサイドとの対話が必要。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

ガバナンスの独立性は許容範囲

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は57％にのぼる。

役職名		氏名
代表取締役	社長	高橋正
常務取締役		加藤晋一郎
取締役		荒川暁
取締役		田村恵子
常勤監査役		小木曾善信
監査役		林高史
監査役		加藤由美

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
7061	日本ホスピス	99.9%
7071	アンビス	97.3%
9262	シルバーライフ	95.3%
2398	ツクイ	98.9%
6556	ウエルビー	95.5%

株式売買高は低水準

株式売買高は国内ヘルスケア関連の中でも低水準。中小型株式も現状は活況であり、早い段階での流動性対策が待たれる。

ヘルスケア	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
7061 jt equit 日本ホスピス	0.5%	91	36,860	7,923,000
7071 jt equit アンビス	0.4%	541	92,190	24,022,000
9262 jt equit シルバーライフ	0.6%	149	61,166	10,733,200
2398 jt equit ツクイ	0.7%	453	491,591	72,460,800
6556 jt equit ウエルビー	1.0%	409	284,753	28,383,000
7447 jt equit ナガイレーベン	0.1%	87	33,127	38,236,000
6062 jt equit チャームケア	0.5%	220	174,890	32,712,000
6099 jt equit エラン	0.4%	289	212,398	60,600,000
2374 jt equit セントケア	0.7%	200	163,598	24,965,790
7779 jt equit CYBERDYNE	1.1%	932	1,496,582	137,445,800
7743 jt equit シード	0.4%	74	97,020	25,033,420
7775 jt equit 大医研	0.2%	31	54,553	31,840,000

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

主要株主となるVCの持分が50%を超えて非常に重くのしかかる。ここを捌いて市場の流動性を上げたいところ。

		保有比率	保有額	株数
J-STAR	VC	33.4%	6,530,149,000	2,647,000
ミッドウエストミナトジーピー	VC	12.5%	2,437,396,000	988,000
パシフィックミナトツージーピー	VC	11.6%	2,262,239,000	917,000
Bank of New York	機関投資家	3.5%	675,958,000	274,000 ↑
高橋正	経営者	3.1%	611,816,000	248,000
明治安田生命	機関投資家	3.1%	599,481,000	243,000
みずほフィナンシャル	機関投資家	3.0%	593,066,800	240,400 ↑
ノルウェー中央銀行	機関投資家	2.5%	485,999,000	197,000 ↑
Nomura PB Nominees	機関投資家	2.1%	407,055,000	165,000
ドイツ銀行	機関投資家	1.9%	379,918,000	154,000 ↑
住友生命保険	機関投資家	1.9%	367,583,000	149,000 ↑
加藤晋一郎	経営者	1.7%	330,578,000	134,000
スパークス・グループ	機関投資家	1.5%	297,766,900	120,700 ↑
三菱UFJフィナンシャル	機関投資家	1.4%	281,238,000	114,000 ↑

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。