



東大金融研究会

株式会社ホープ (6195)

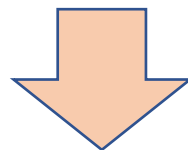


HOPE INC.

懸念される資金繰り

事業収支のみで

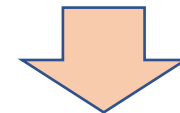
第3四半期までの営業利益	-7,276百万円
今期の修正計画(4/23)	上限 -5,038百万円 下限 -5,914百万円



第4四半期の営業利益計画	上限 2,238百万円 下限 1,362百万円
--------------	----------------------------

約定返済絡みのみで

(1)短期借入金	950百万円
(2)1年以内返済の長期借入金	387百万円
(3)不足インバランス料金	6,500百万円



(1)、(2)については期限の利益喪失しないことが精一杯か。慣らすと111百万円の約定返済。
(3)は9分割の特例措置(722百万円)。
合算すると833百万円/月の返済が必要。

今回のポイント

1；自治体への広告事業やメディア事業で地道に稼ぐビジネスモデルが、電力小売事業に軸足を移したことにより業績は大きく拡大。ところが、年末以降の卸売電力価格の高騰により、業績は一変。大幅な赤字に陥り、21年3Q時点で債務超過に陥る。

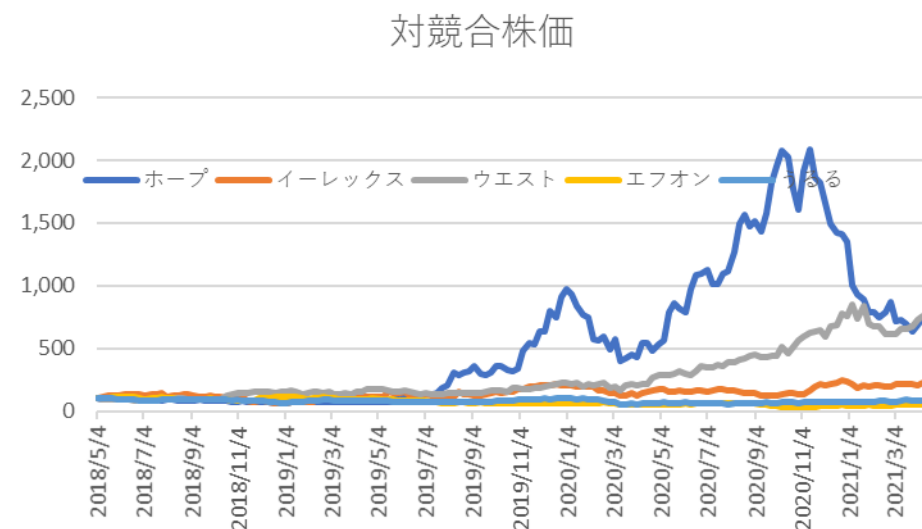
2；幸いなことに、広告事業とメディア事業は一番の稼ぎ時の四半期。特に、不採算取引の見直しに過年度取り組んでおり、その成果が見える局面であることから、この両事業が資金繰りに効いてくる。ただし、金融機関との交渉により資金繰りをいかに繋ぐかが足元の重要経営事項に変わりはない。財務制限条項に抵触することによる期限の利益喪失は回避できそうで、最悪の事態はなさそうだが、短期借入の繰り廻しはもちろん、なんらかの資本調達が必要な事態。

3；投資家の信認を回復するためには電力事業におけるヘッジの考え方など業績の変動性をコントロールする施策を提示する必要がある。

4；経営力が非常に問われる局面。時津社長の次の一手を期待。

過去の株価推移

株価は電力事業のモメンタムに完全に振られて行って来いの展開となった。





東大金融研究会

(株) ホープ

株価；1,345円（2021/4/28終値）
時価総額；80.7億円
EV；90.5億円

Valuation

FY21 EBITDA；-59.6億円
FY21 EV/EBITDA；na
Net Debt；9.7億円

FY22EPS；-993.7円
FY21 PER；na

PBR；6.4x

事業概要

2005年に地方公共団体などの業績機関の有する資産の中に事業として活用できる未利用資源（遊休スペース）が存在することに気付き事業を開始。“自治体を通じて人々に新たな価値を提供し、会社及び従業員の成長を追求する”を企業理念に掲げ、“財政難に苦しむ地方自治体向けに新しい自主財源確保を合言葉にサービスの提供を行う”。

1；広告事業

自治体広告市場規模は140億円と推定され、当社の売上シェアは12.8%。

①SR(Smart Resource)サービス～自治体有するホームページ、広報紙、公務員に配られる給与明細など様々な媒体の広告枠を入札により仕入民間企業に販売するサービス。

②SC(Smart Creation)サービス～当社と自治体との協働発行という形で、各種分野に特化した住民向け情報冊子について、当社が広告主を募集し制作した当該情報冊子を自治体に寄贈するサービスを行っており、“マチレット”と総称されている。

2；エネルギー事業

ジチタイ電力市場は1兆円で売上シェア5.2%。

電気も“ジェネリック”という新たな価値の提案により、自治体の経費削減を支援したいという想いの下、電力小売サービスであるGENEWATを行っている。2018年3月に小売電気事業者登録を行った。

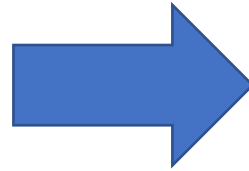
3；メディア事業

対自治体プロモーション市場は152億円と推定され、当社シェアは1%未満。

自治体と民間企業のニーズを繋ぐBtoGマーケティング、全国の市町村及び47の都道府県の自治体に無償で発行している“ジチタイワークス”の発行、エルテルと連携して自治体と民間企業の情報流通プラットフォームであり、インターネットによる横断的な情報流通の場の構築を目的としてビジネスを行う。

事業計画の考え方、見せ方

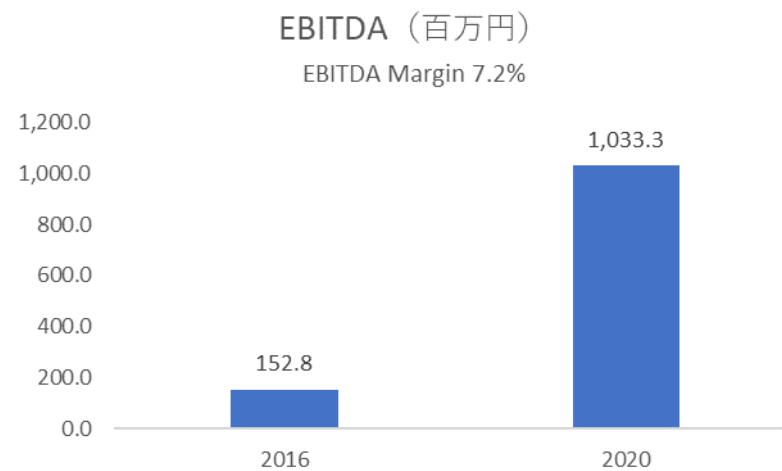
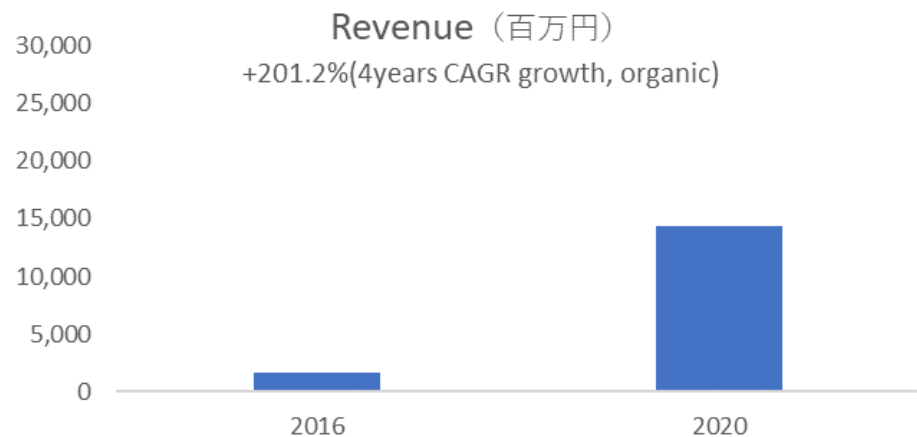
- 資金繰りの確認
- 今後の電力事業のヘッジ方針とこれに伴う営業施策の変更の可能性について。
- 正常化ベースでの利益の考え方。
- コスト削減策について。



- 毎月の支払は12－3億円はありと思われ、当面はこの資金をどう賄うかが非常に重要。銀行のコミットメント枠、緊急融資枠など進捗は適宜開示して欲しい。
- 債務超過になるまで業績が悪化したこともあり、今後のヘッジ方針については正確に資本市場に伝えるべき。また、それに伴って、入札への取組み、営業政策についての変更があるのであれば伝えて欲しい。
- 正常化に伴い、春と秋は利益がでて、夏と冬は利益的に厳しいが、慣らすと営業利益で20億円程度は可能とみるが、こうしたイメージを投資家に伝えるべき。
- 業績が急変したこともあり、様々なコスト削減プログラムが推進されることが予想される。減らすべきコスト、減らさないコストの開示が望ましい。

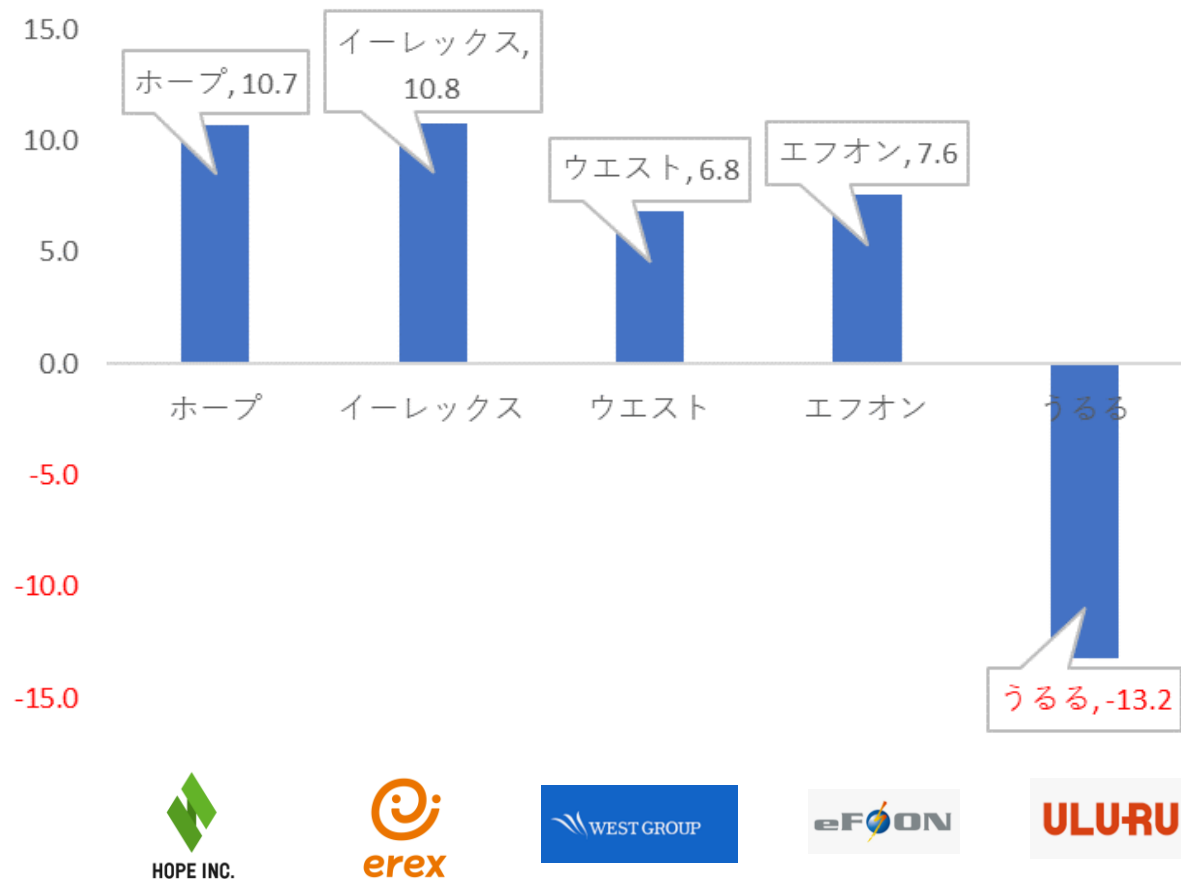
これまでは非常に高い成長を遂げてきた

ここ2年の電力事業の急成長により、売上・利益ともに大幅に拡大した（2020年3月期まで。今期は電力事業の逆ザヤにより利益は大幅な赤字）ただし、利益率はもともと高いビジネスではない点については注意を要する。トップラインの成長がビジネスの鍵。



バリュエーションは許容範囲か

FY20 EV/EBITDAの競合比較



当社の21年予想の利益が大幅に赤字に転落することもあり、20年度ベースでの比較とした。

当社のバリュエーションは新電力と同じ土俵で評価されている。

自治体ビジネスの方は業績が厳しい会社が多く、バリュエーションの比較は難しい。

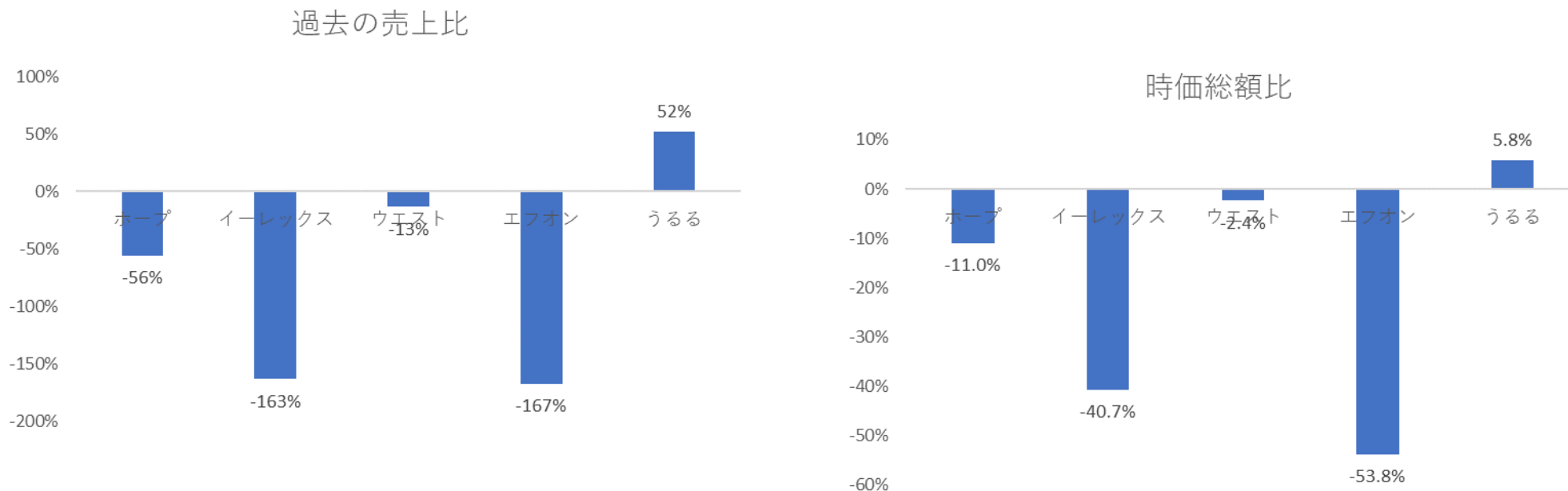
利益率が低く、かつ資本が薄いことがショックに直結

同業他社と比較して利益率が低かったこと、加えて、良くも悪くも資本が脆弱だったことで、今回の大幅赤字を吸収できずに債務超過へ。

	ホープ		同業他社 電力系		同業他社 自治体系		評価
	前期(21/3)	今期計画	前期(21/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	15.7%		23.1%		67.2%		低い
営業利益率	7.1%	-17.4%	15.3%	13.2%	-7.6%	-1.7%	低い
EBITDAマージン	7.2%		20.7%		-6.1%		低い
当期純利益率	4.6%	-17.5%	8.9%	5.3%	-8.4%	-1.0%	低い
収益性							
ROIC	34.3%	571.9%	6.2%	6.2%	-8.8%	-1.3%	高い
WACC	1.6%	1.6%	2.3%	2.1%	5.9%	5.9%	低い
ROE	75.4%	343.9%	18.5%	17.8%	-9.5%	-1.4%	高い
CAPM	3.0%	3.0%	5.4%	5.4%	5.9%	5.9%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	4.18	-2.63	2.23		0.68		高い
株主資本比率	19.2%	-100.0%	28.8%		59.7%		低い
自己資本比率	19.1%		28.8%		59.6%		低い
当座比率	29.0%		93.9%		218.0%		低い
流動比率	128.2%		191.5%		248.0%		低い
PBR	6.4		3.5		5.9		高い
投資有価証券比率	0.2%		0.2%		0.0%		低い
10%変動/OP	0.1%		#DIV/0!				

フリーキャッシュフローは不足気味

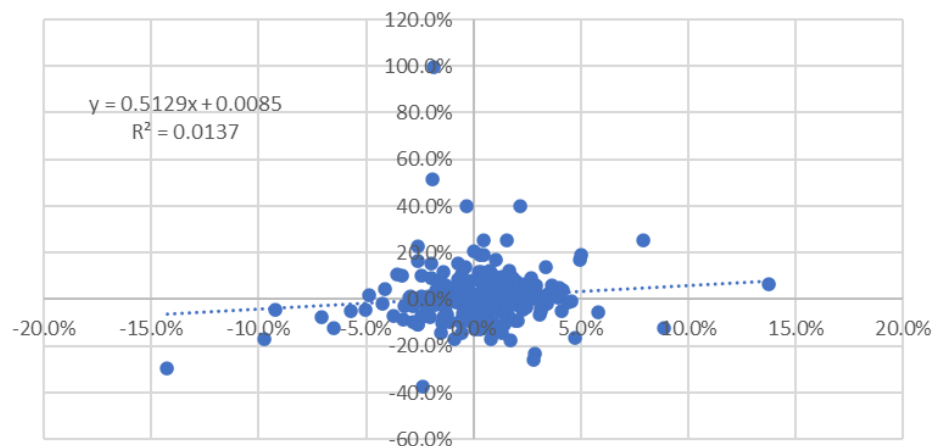
電力事業全般に言えることであるが投資が嵩みキャッシュフローは赤字の会社が多い。



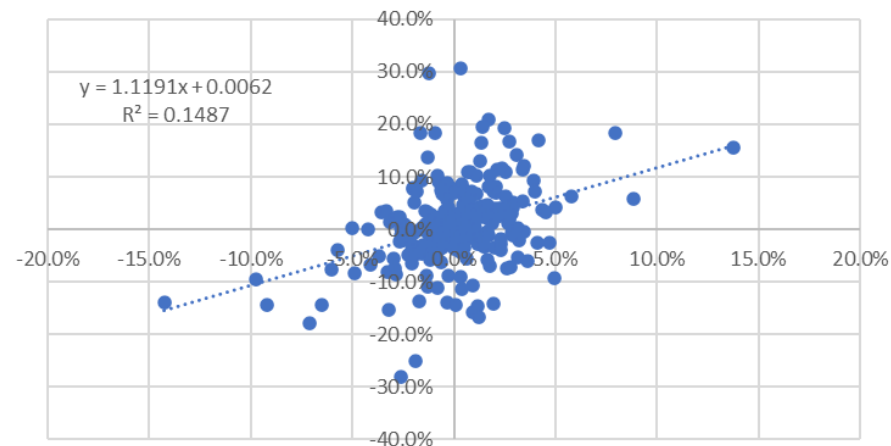
現在の株式βは低い

当社の株式βは非常に低い。Bloomberg上でのβは0.75となっていて、ほぼウエストの0.79（Bloomberg上）と同等となっている。

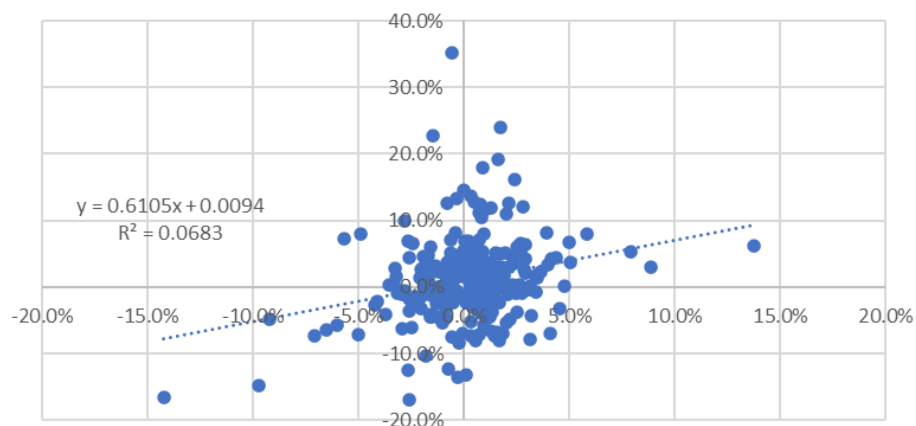
ホープ対Topix



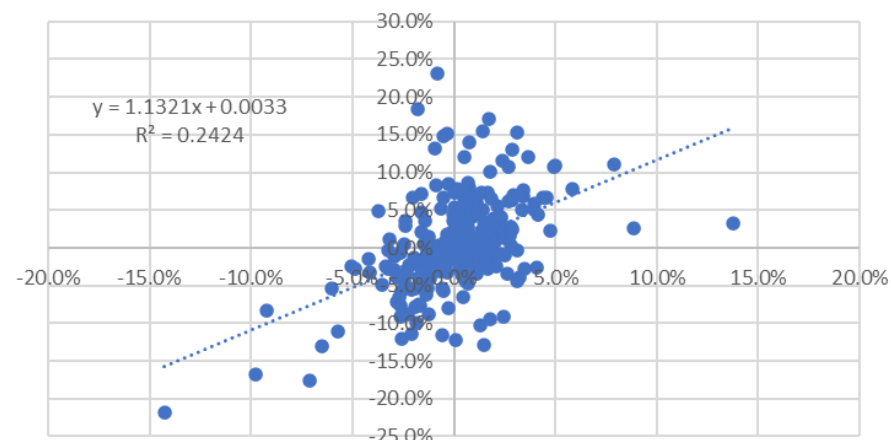
イーレックスvsTopix



ウエスト対Topix



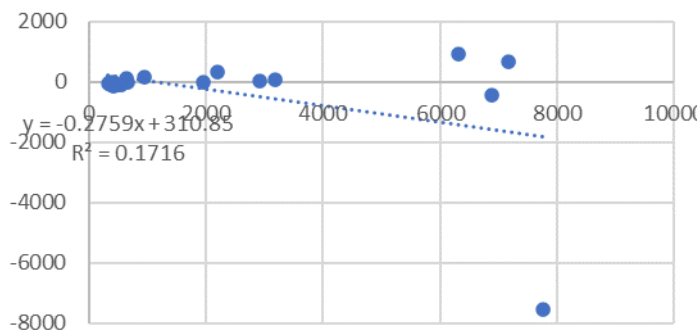
エフオン対Topix



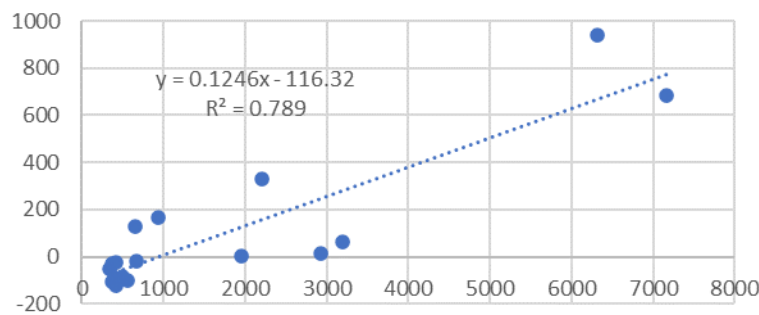
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。

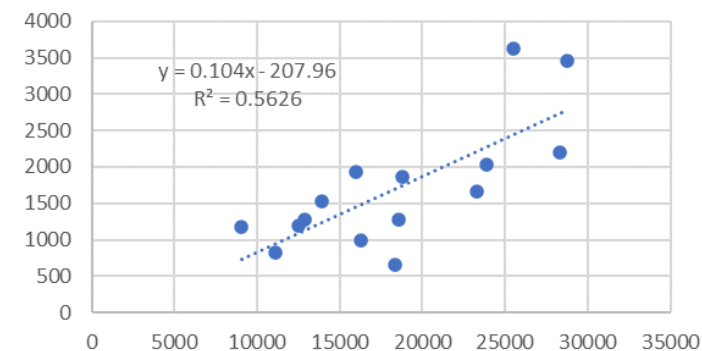
ホープ



ホープ (21-2,3Q除く)

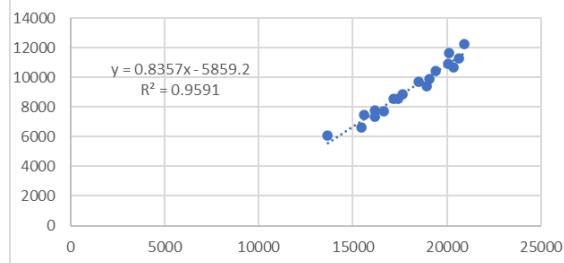


イーレックス

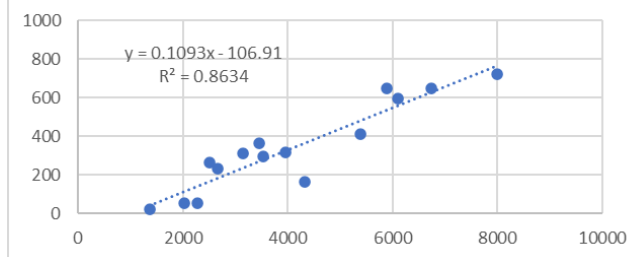


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

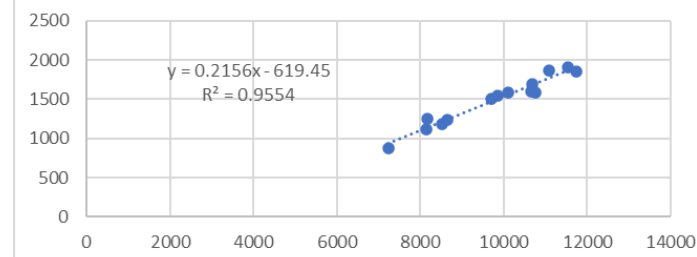
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは高水準も非常に変動性が高い

過小資本であったこともあり、ROEの変動性が非常に高い。過小資本はROEにはレバレッジ効果で非常にプラスであったが今回の大幅な赤字でその脆弱性と表裏一体であることが再認識される結果に。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	NA	6.5%	1.1%	-7.1%	3.2%	14.4%	-86.0%
ROE	NA	23.9%	3.2%	-25.4%	15.7%	75.4%	343.9%
売上高純利益率	4.2%	5.8%	1.0%	-5.7%	2.0%	4.6%	-17.5%
回転率	NA	1.13	1.08	1.25	1.64	3.11	4.91
レバレッジ	NA	3.65	2.92	3.59	4.89	5.25	-4.00

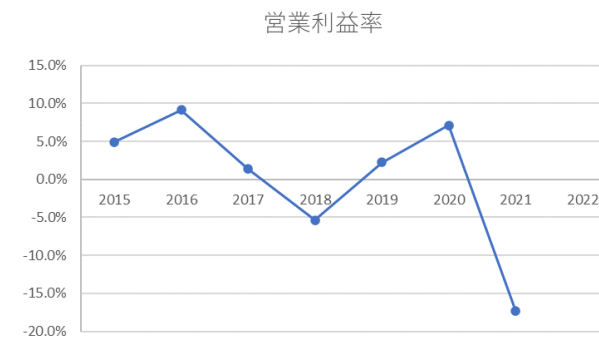
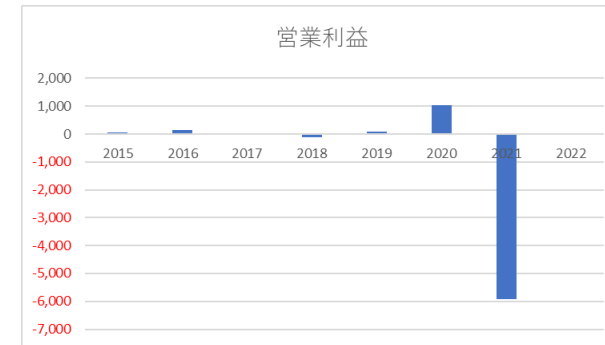
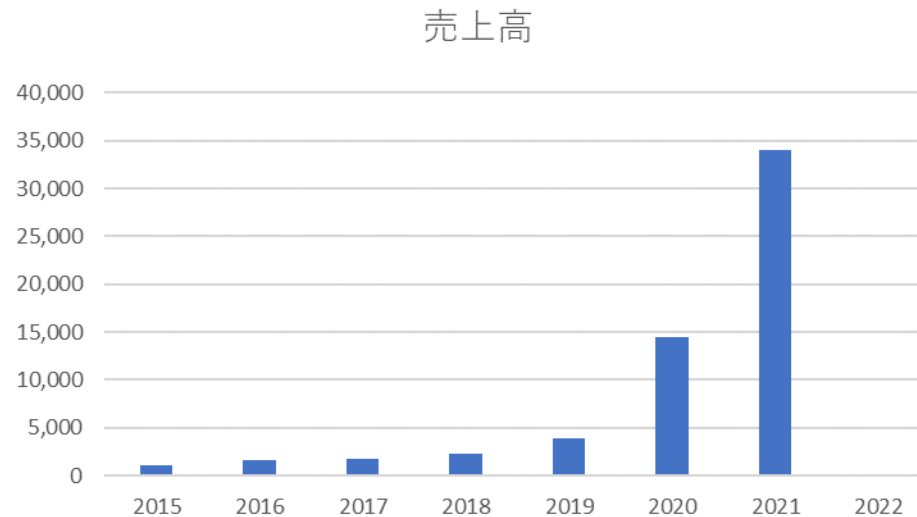
イーレックスのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	8.2%	5.5%	6.3%	4.3%	5.0%	4.5%
ROE	16.1%	14.2%	22.0%	16.4%	19.8%	18.4%
売上高純利益率	4.9%	6.2%	6.5%	4.2%	5.1%	5.3%
回転率	1.68	0.89	0.97	1.02	0.99	0.85
レバレッジ	1.97	2.57	3.51	3.84	3.94	4.05

(東大金融研究会作成)

売上高は大きく伸長も利益は前代未聞の赤字へ

エネルギー事業の売上は大きく伸びたものの、これに仕入コストと販売価格の逆ザヤが生じて利益は資本に対して巨額の赤字に。

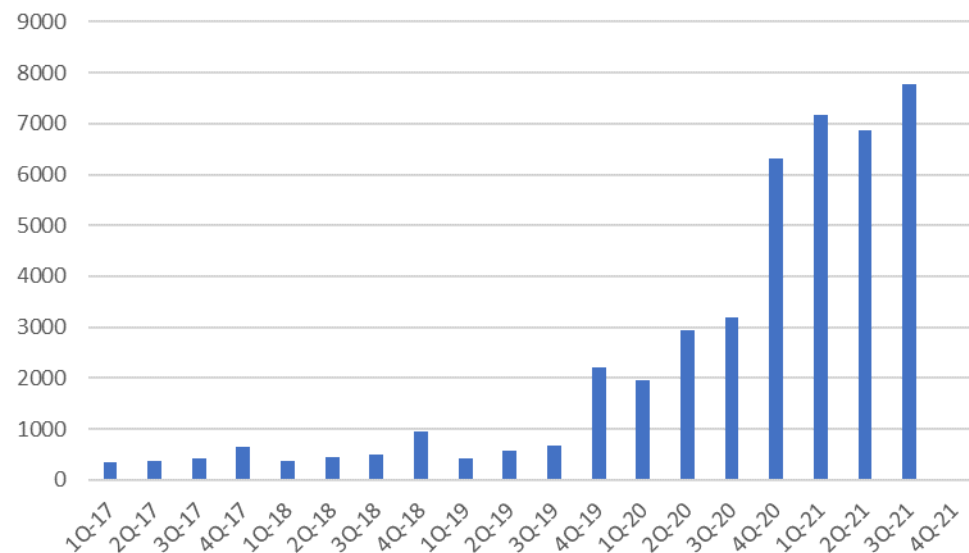


(会社資料より作成)

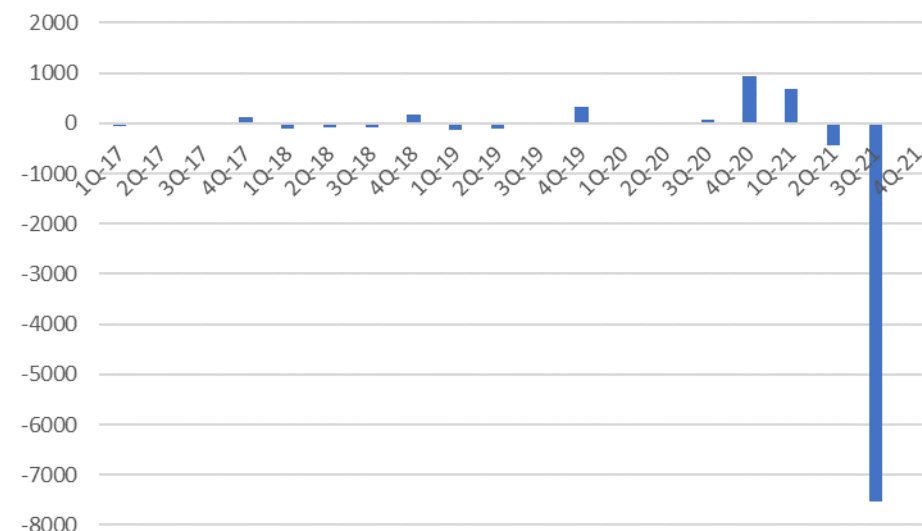
四半期で捉えても過去にないことが起きていることは一目瞭然

小売電力事業を手掛けて売上の急成長は見て取れるが、2Qから利益の変調が明らかであった。

四半期別売上高



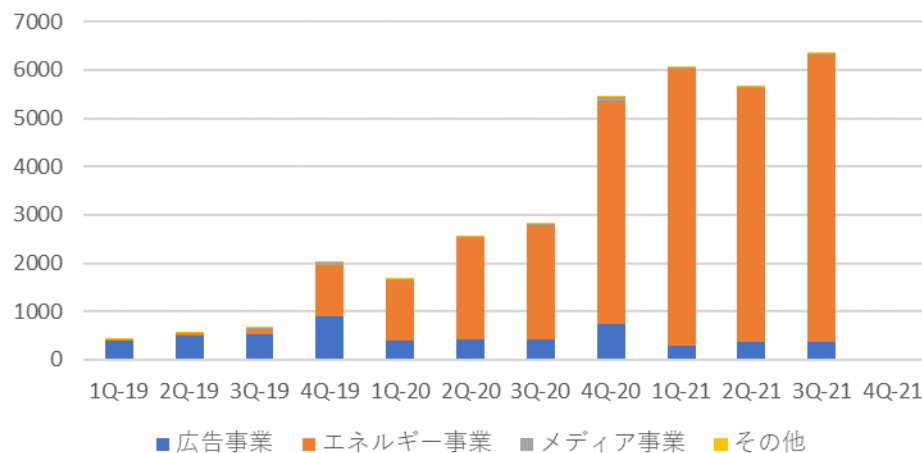
四半期別営業利益



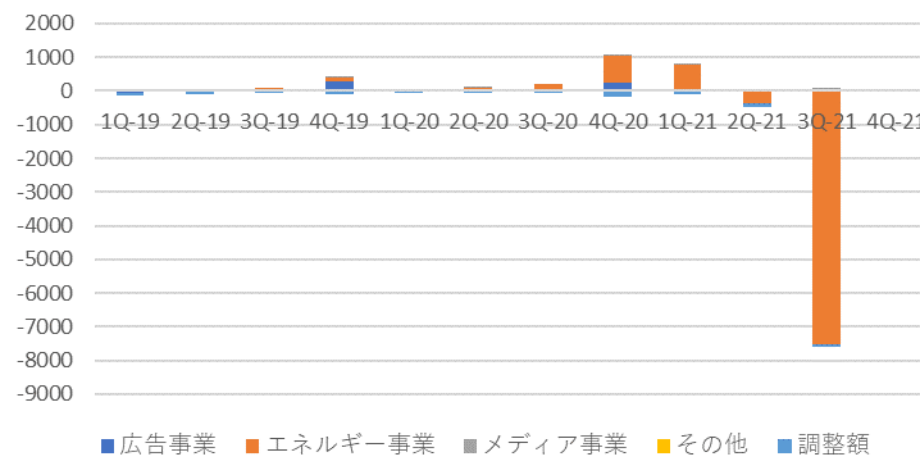
セグメント別業績

広告事業は取引採算の見直しによって売上高は減少したが着実に利益は積み上がってきている。しかし、今や利益のスイングファクターはエネルギー事業へ。

セグメント別売上高

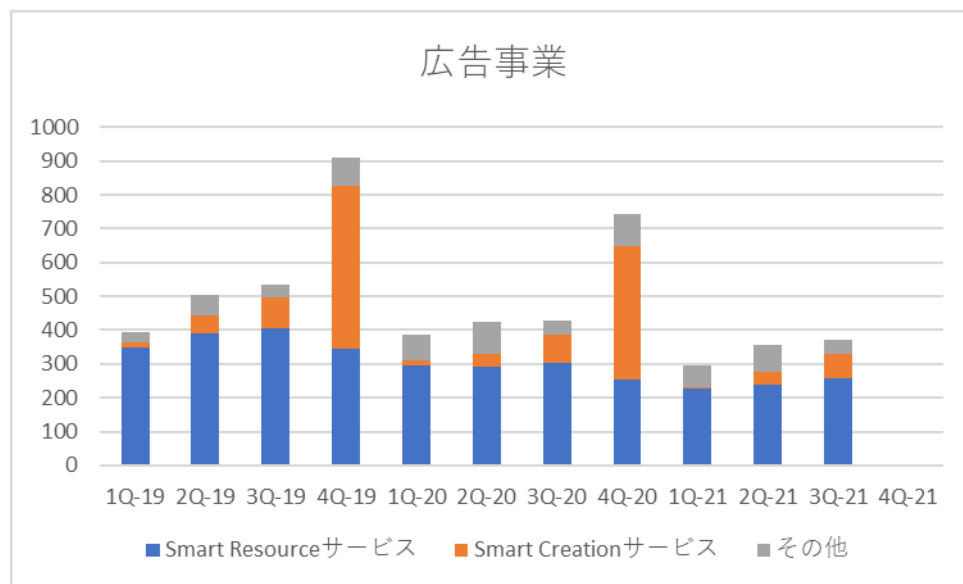


セグメント別営業利益

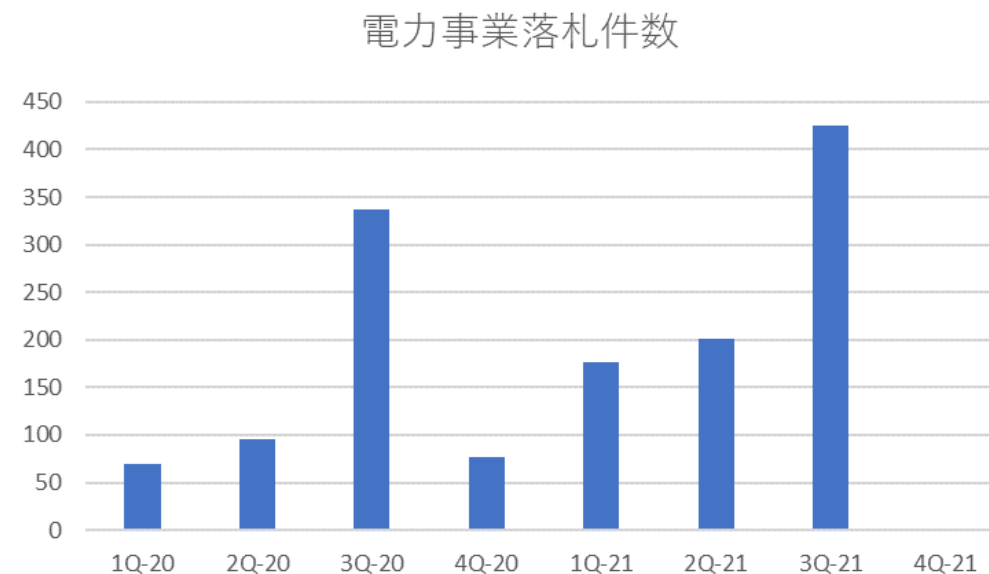


各セグメントのスナップショット

広告事業はそもそも自治体が年度末に向けて予算を消化するため季節性が強い。これに加えて、不採算取引の見直しに着手しており売上は減少健康だったが、ほぼ一巡。利益水準が上昇。



エネルギー事業は落札件数が飛躍的に増加しており、売上拡大の原動力に。



過去の業績信頼度

過去の業績計画の達成度は売上で50%、営業利益で66%とあまり高くない。定期的な業績進捗を管理する必要がある。

売上高

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
計画		2,046	2,338	2,957	11,457	25,300	
着地		1,774	2,269	3,862	14,407		
乖離		-13.3%	-3.0%	30.6%	25.7%	-100.0%	#DIV/0!

営業利益

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
計画		170	-176	-32		1250-1750	
着地		23	-121	87	1,020		
乖離		-86.5%	-31.3%	-371.9%	#DIV/0!	#VALUE!	#DIV/0!

これまでの業績推移

フリーキャッシュフローは継続的な赤字が続く。電力事業の急成長で労働生産性は飛躍的に高まった。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-270	-525	-360	-403	29	294	973
発行済み株式数（百万株）	6	6	6	6	6	6	6
株価	526	453	319	282	1,798	1,345	
時価総額	0	2,926	2,526	1,776	1,575	10,793	8,073
EV	-270	2,402	2,167	1,373	1,603	11,086	9,046
EBITDA	79	153	44	-101	106	1,033	-5,951
EBITDA margin	6.9%	9.6%	2.5%	-4.5%	2.7%	7.2%	-17.5%
EV/EBITDA(pre-tax based)	15.7	49.7	-13.5	15.1	10.7	-1.5	
EBITDA	63	151	33	-110	96	1,033	-5,901
EV/EBITDA(OP based)	15.9	66.2	-12.5	16.7	10.7	-1.5	
EPS	#DIV/0!	16.6	3.2	-23.0	13.6	110.8	-993.7
PER	#DIV/0!	31.7	140.8	-13.8	20.8	16.2	-1.4
流動資産	1,192	1,549	1,550	1,822	2,284	5,750	
現金	317	551	369	443	495	1,301	1,018
受取手形							
売掛金	128	203	290	391	1,077	3,629	
棚卸資産			811	897	629	477	
投資有価証券	1	3	3	57	62	14	
流動負債	980	1,036	1,109	1,368	1,980	4,485	
買掛金	744	778	900	1,015	1,370	2,747	
短期借入金					200	433	950
1年以内返済長期借入	21	18	9	40	87	387	387
長期借入	27	9			237	775	654
株主資本	224	550	571	442	518	1,249	-4,715
その他包括利益	0	-1	0	-0	0	-2	-0
自己資本	224	549	571	442	518	1,247	-4,715
純資産	225	549	572	446	528	1,260	-4,515
総資産	1,231	1,594	1,681	1,954	2,744	6,520	7,352

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	1,142	1,592	1,775	2,269	3,862	14,408	34,084
粗利売上	#VALUE!	39.4%	11.5%	27.9%	70.2%	273.0%	136.6%
売上総利益	400	569	631	759	1,040	2,262	
	35.0%	35.7%	35.5%	33.5%	26.9%	15.7%	
営業利益	56	145	24	-122	87	1,021	-5,914
	4.9%	9.1%	1.3%	-5.4%	2.3%	7.1%	
支払利息	0	0	0	1	2	8	
特別利益	2	0	3	0	0	0	
特別損失		0	0	7	2	48	
税前当期利益	73	147	38	-121	93	964	-5,964
親会社に帰属する利益	48	92	18	-128	76	665	-5,964
減価償却費	7	6	9	12	9	13	13
のれん償却							
金利		1.0%	1.1%	2.9%	0.6%	0.7%	0.0%
営業CF	64	36	-77	-72	-258	-119	
投資CF	4	-14	-94	-25	-34	-211	
FCF	69	22	-171	-97	-292	-330	0
従業員数		79	116	169	162	146	
			46.8%	45.7%	-4.1%	-9.9%	-100.0%
1名当たり売上		20	15	13	24	99	#DIV/0!

コストの内訳の開示は可能か

原価の大半が商品仕入れ。有価証券報告書にはコスト内訳では不十分。

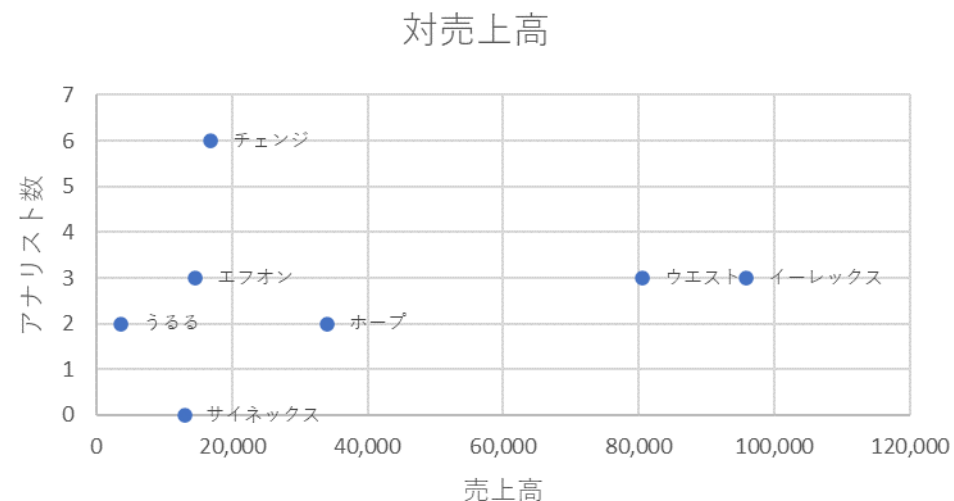
6195ホープ	2018	2019	2020
売上	2,269	3,862	14,408
売上原価	1,510	2,823	12,146
経費	14	11	13
労務費	73	86	77
外注費	340	387	354
粗利益	759	1,040	2,262
	33.5%	26.9%	15.7%
販管費	881	953	1,241
広告宣伝費			
人件費	433	499	485
役員報酬			
給与手当	413	480	469
福利厚生			
租税公課			
退職給付費用			
賞与引当	20	19	16
排出クレジット償却		3	132
租税公課	6	15	26
減価償却費	11	8	12
貸倒引当金	3	7	5
研究開発費			
営業利益	-122	87	1,021
	-5.4%	2.3%	7.1%

	2018	2019	2020
売上	100	100	100
売上原価	67	73	84
経費	1	0	0
労務費	3	2	1
外注費	15	10	2
粗利益	33	27	16
販管費	39	25	9
広告宣伝費	0	0	0
人件費	19	13	3
役員報酬	0	0	0
給与手当	18	12	3
福利厚生	0	0	0
租税公課	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	1	0	0
排出クレジット償却	0	0	1
租税公課	0	0	0
減価償却費	0	0	0
貸倒引当金	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	-5	2	7

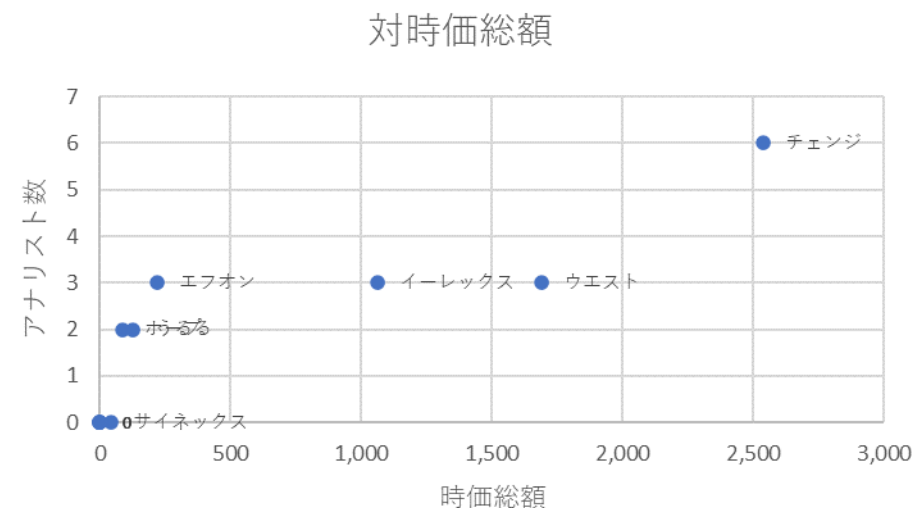
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

セルサイド・アナリストのカバレッジの拡大余地はあるものの、まずは業績をしっかり立て直し時価総額の回復を見てから。

(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)





ガバナンスの独立性は確保している

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63%と非常に高い。ただし、女性役員はの比率は13%。取締役の平均年齢は45.6歳と若い。

役職名		氏名		
代表取締役	社長CEO	時津孝雄	40	男性
取締役	COO	森新平	38	男性
取締役	CFO	大島研介	40	男性
取締役		奥本水穂	47	女性
取締役		新井悠介	43	男性
常勤監査役		松山孝明	70	男性
監査役		河上康洋	45	男性
監査役		徳臣啓至	42	男性

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
6195	ホープ	99.9%
9517	イーレックス	92.6%
1407	ウエスト	67.8%
9514	エフオン	97.4%
3979	うるる	95.6%



株式売買高は魅力的

株式売買高は十分な水準。

電力小売り	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
6195 jt equit ホープ	6.5%	549	408,119	6,302,800
9517 jt equit イーレックス	1.7%	1,775	988,766	59,145,200
1407 jt equit ウエスト	1.3%	2,144	584,231	46,027,490
9514 jt equit エフオン	1.8%	393	388,461	21,638,200
3979 jt equit うるる	0.5%	62	16,490	3,425,500
2376 jt equit サイネックス	0.2%	7	10,368	6,470,660
3962 jt equit チェンジ	1.4%	3,662	1,047,866	72,615,560

（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

環境が悪化したこともあり、ヘッジファンドのショートセルも垣間見られる。

		保有比率	保有額	株数
ET Inc	経営者	21.3%	1,802,300,000	1,340,000
時津康孝	経営者	19.9%	1,685,285,000	1,253,000
Jeefferies International	機関投資家	4.7%	394,219,500	293,100 ↓
久家昌起	個人	3.8%	322,800,000	240,000
みずほフィナンシャル	機関投資家	2.0%	170,277,000	126,600 ↑
森新平	経営者	1.9%	160,055,000	119,000
ゴールドマンサックス	機関投資家	-1.9%	-160,731,535	-119,503
SBIホールディングス	機関投資家	1.8%	153,456,430	114,094
鎌倉投信	機関投資家	1.7%	143,108,000	106,400
BNY GCM Client	機関投資家	1.5%	130,191,965	96,797 ↑
中村望	個人	1.5%	123,202,000	91,600 ↓
モルガンスタンレー	機関投資家	-1.4%	-118,629,000	-88,200
UBS銀行	機関投資家	-1.3%	-110,828,000	-82,400 ↓
Nomura PB Nominees	機関投資家	1.0%	83,390,000	62,000 ↑

(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。