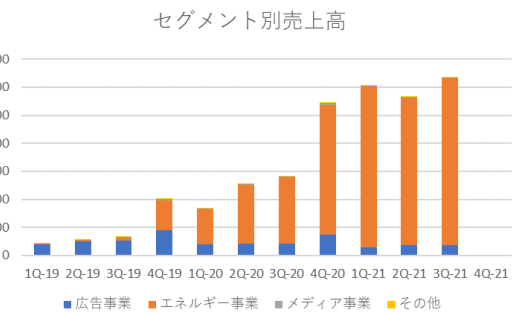


株式会社ホープの今後を考える

当社の過去3年の大幅な業績拡大の背景にはエネルギー事業への参入であったことは明白だ。“電気もジェネリック”という新しい価値観の提供を武器に、従来より関係の深かった自治体の経費削減に貢献しようという狙いがあった。2018年3月には小売電気事業者登録も行い体制を整えた。過去の同社全体の四半期別の売上推移は以下のように推移しており、エネルギー事業が明らかに業績拡大のけん引役になったことが伺える。



同社のエネルギー事業の根幹は単純化すると以下ようになる。電気を業者間取引となる日本卸売電力取引所（JEPX）から安価で購入し、それを一般的な各地域電力会社が販売する価格より安く自治体に提供し利益を上げるというビジネスモデルである。JEPXでは登録された事業であれば誰でも購入できること、かつ、自治体の入札では“価格と安定供給”が決定条件となることが多いことから、このビジネスモデル自体の差別化要因は殆どない。

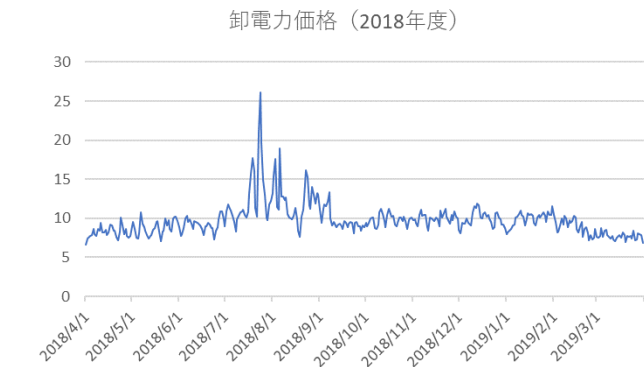
一般的に各地域電力会社は業務用の電気料金は15－20円で販売している。要は、これより安く販売できるのであれば、その業者は少なくともその販売価格が可能となる期間においては競争力はあるとは言える。それでは、そもそも、JEPXとは何だろうか？、そして当社のような業者は、JEPからいくらで仕入れることが可能なのであろうか。

1990年代以前には電力価格は“総括原価方式”によって独占企業である電力会社と規制当局の間で取り決められていた。簡単に言うと、電力会社は発電によって生じる費用（原価）を規制当局に報告し、その原価に一定の事業報酬を加えたものを収入とする方式である。当然のことながら、かかったコストは全て販売価格に転嫁できる訳になるので、このような方式の下では、各電力会社にコストを抑えて、電気の販売価格を抑えようという意欲は湧かないシステムである。また、各電力会社が、火力、原子力、水力、風力と様々な発電所を稼働していても、全ての発電所費用の”平均費用“が価格に影響を及ぼしてしまうということだ。消費する側にとって不都合なこのようなシステムを是正するために行われたのが電力システム改革である。これは、大局すると、発電部門と送配電部門を分離して電力網への公平なアクセスを可能とする”発送電分離“と”電力の卸売市場の導入“だ。その主軸となるとが、取引所となるJEPXと会員登録された200社を超える電力会社である。会員登録された事業者は入札を通した電気の売買が可能となるのだ。

このように、市場創設の目的が正しくても、残念ながら現時点では様々な非効率性が存在する。その最たるものが、現在でも卸売市場の売り手（電力会社）の約8割は数社の大手電力会社が占めている点だ。これにより、例えば急激な需要増が起きて大手電力会社が自社の小売部門への発電量の提供を優先して卸売市場への販売を控えると、卸売市場の売り入札が急減し、価格高騰を招く可能性もあることだ。

とはいえ、このような非効率性を内包しつつ、電力卸売市場でのスポット価格と実際に地域電力会社が販売する価格との差（スプレッド）を狙ってビジネスをすることは、それなりに理にかなった行為ではある。というのは、各電力会社が限界費用で余ったら卸売市場で売らなければならないことになっていることに加えて、更に余った太陽光が昼間は流入するので、相対契約より割安な水準になるのが平時の状況である。

前述した通り、業務用の電気料金は通常15－20円で推移しているが、以下は2018年度の電力卸売市場のスポット価格の推移で、この2018年の夏にも卸スポット価格が高騰して問題となったところだ。

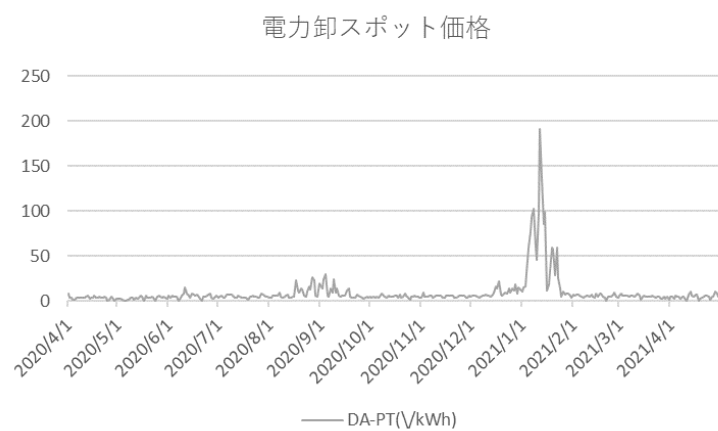


通常は10円前後で推移していたスポット価格が、この夏は25－30円まで上昇し、大半の企業で逆ザヤが起きた。例えば、イーレックス（9517）などは顧客件数が増えたものの利益は増えなかった。幸い、価格の高騰がそれほどでもなかったのも、深刻な影響はでなかった。

その後は、2018年、2019年と暖冬が続いたこともあり、スポット価格のスパイクは見られず、結果として2020年の夏までは価格は安定して推移した。このように、2018年の記憶が薄れできたところに、昨年末と今年の年初に起きた大寒波だ。積雪もひどく太陽光発電の落ち込んだこと、LNGの準備不足など、様々な要因が重なってJEPXの電力卸スポット価格は前代未聞の水準にまで高騰した。

さて、そもそもJEPXで仕入れた卸スポット価格に対して、当社などの電気小売事業者にかかる送配電コストは高圧レベルで概して4－5円程度になる。つまり、仮にスポット価格の5円で調達していれば、自治体への販売価格を12円にすると、仕入価格5円、送配電コストで5円の原価10円に対して20%の利益を粗利で得ることが可能となる。

一方で、自治体には少なくとも15円で購入していた電気代を20%程度削減することになるのだ。平常時でも季節性があり、電気卸スポット価格は夏、冬が上昇しやすく、春、秋が比較的低位で安定している。それゆえ、平常時となる春、秋でしっかり利益をだし、夏、冬の電気需要期の価格上昇を耐えて、結果として1年で利益を生み出すというのが事業モデルとなる。2020年度及び今年4月のスポット価格は以下の通り。



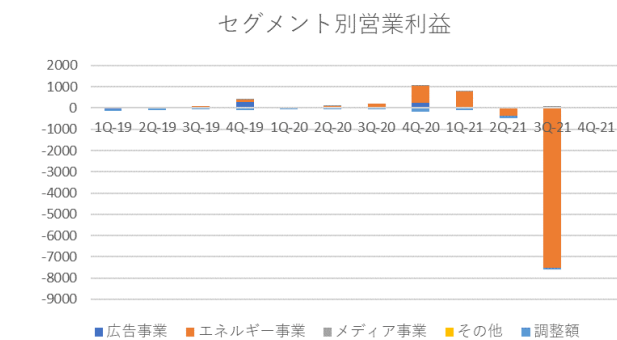
2018年に起きた25－30円水準までの高騰ではなく、今回は200円に届こうという水準までの異常な値上がりであったことに加えて、その期間も非常に長かった。これが、当社にとっての驚愕の逆ザヤを生み出してしまったのだ。

残念ながら、未だに先物市場は薄くまともなヘッジが行えないことから、基本的な対処方法としては電力会社と相対契約をするか、ベースロード電源市場で仕入れることでヘッジするしかないのだ。結局、固定費込みで安定的に世の中で電気を買おうとするとJEPXより高くなるので、なかなか効率的なヘッジ方法はないということだ。

このように、構造的に平時は相対契約より割安になる卸スポット価格を用いて、不需要期の春と秋のスポット価格が弱い時期に利益をだし、需要期となる夏、特に冬におけるスポット価格上昇の程度により、全体利益の水準が大きく変わってくるとするのがこの事業の特徴だ。今回のような異次元の価格上昇が起きるとなすすべがないのは理解してもらえと思う。

因みに、自治体との契約は1年である。

さて、以下が四半期営業損益の推移である。21年2Qに変調を来たし、3Qにショックが訪れたことが容易に分かる。



当社の問題点の1つとして、従来より過小資本であったことが挙げられる。もちろん、これはROEの観点からは非常に好都合であったのではあるが、米国のスターバックスやマクドナルドでも見られるように、債務超過の会社でも株価が好調なのはフリーキャッシュフローが安定的に黒字であるという事実で担保されてるのである。従来より、当社のフリーキャッシュフローは赤字で、これらの会社とは相反する状況であったのだ。

さて、起きてしまったことはしょうがない。3Qの巨額の赤字により、当社は債務超過に陥った。

純資産の部	
株主資本	
資本金	1,125,712
資本剰余金	1,079,512
利益剰余金	△6,668,143
自己株式	△70,902
株主資本合計	△4,533,821
その他の包括利益累計額	
その他有価証券評価差額金	△74
その他の包括利益累計額合計	△74
新株予約権	19,126
純資産合計	△4,514,769
負債純資産合計	7,352,218

確認の為に、第3四半期までの累計営業利益は▲7,276百万円である。

(百万円未満切捨て)

1. 2021年6月期第3四半期の連結業績 (2020年7月1日～2021年3月31日)

(1) 連結経営成績 (累計) (%表示は、対前年同四半期増減率)

	売上高		営業利益		経常利益		親会社株主に帰属する四半期純利益	
	百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%
2021年6月期第3四半期	21,810	—	△7,276	—	△7,295	—	△7,313	—
2020年6月期第3四半期	—	—	—	—	—	—	—	—

(注) 包括利益 2021年6月期第3四半期 △7,312百万円 (—%) 2020年6月期第3四半期 ー百万円 (—%)

今回、新しく発表した業績計画での営業利益は上限で▲5,038百万円、下限で▲5,914百万円となっている。

3. 2021年 6月期の連結業績予想 (2020年 7月 1日～2021年 6月30日)

(%表示は、対前期増減率)

	売上高		営業利益		経常利益		親会社株主に帰属する当期純利益	1株当たり当期純利益
	百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	円 銭
通期	34,084	—	△5,914 ～△5,038	—	△5,937 ～△5,061	—	△5,964 ～△5,087	△969.19 ～△826.80

(注) 1. 直近に公表されている業績予想からの修正の有無: 無
2. 2021年6月期第2四半期連結会計期間より四半期連結財務諸表を作成しているため、対前期増減率については記載しておりません。

ここから、逆算すると、4Qの会社計画ベースでの利益想定は上限で2,238百万円、下限で1,362百万円となる。長年の不採算取引の見直しなどが奏功して業績回復期待の強い広告事業、メディア事業も着実な利益をあげそうなこと、そして、利益の比重が第4四半期が高い季節性などが先ずは下支えになる。加えて、春の不需要期に電力卸スポット価格が落ち着いた動きとなれば、確かに、この四半期に利益が出る見込みが高い。

先ずは、今後の平常化ベースでの利益水準を考える前に、この難局に立ち向かうべく資金繰りについて考察してみたい。

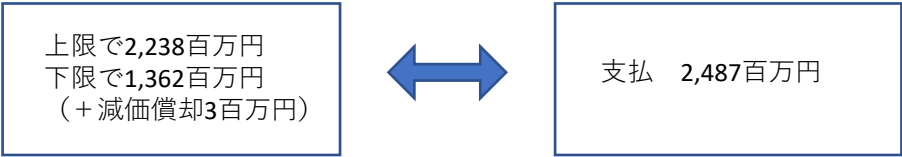
当面の資金は会社へのヒアリングをして正解を出すというよりは財務諸表から簡潔に判断できるベースのものを使用する。短期借入金と1年以内に返済の長期借入金とを合わせると、1,287百万円ある。財務制限条項に抵触し、金融機関からの“期限の利益喪失“の権利を行使してもらうために協議を行っている最中。これが実現しないと厳しいのであるが、金融機関も今回の難局に共に立ち向かうことが想定されるので、ここは基本的にクリアできると考える。短期借入金は手貸などで一括返済契約かもしれないが、今回は保守的に1年以内に返済の長期借入金と同じく毎月の均等返済だと仮定すると、当社の毎月の支払は107百万円となる。

負債の部	
流動負債	
買掛金	9,729,499
短期借入金	950,000
1年内返済予定の長期借入金	386,952
前受金	56,123
その他	90,017
流動負債合計	11,212,592
固定負債	
社債	100,000
長期借入金	554,396
固定負債合計	654,396
負債合計	11,866,988

次に、そして、大きな問題となるのが買掛金に含まれる不足インバランス料金だ。買掛金の9,729百万円のうち、約6,500百万円が不足インバランスに該当する。これは、新電力が同時同量を達成できず電気量の不足が生じた場合に、電力会社が補給する付属分の電気料金のことで、エネルギー事業における売上原価を構成するものである。通常は、一括で支払うものではなるが、当社は経済産業省から特例措置として9分割での均等払いの承認を得ている。即ち、6,500百万円の9分割で722百万円/月となる。

借入金の約定返済、および不足インバランスに係る月額返済額を加味すると、当社の支払いは毎月829百万円程度となる。因みに、4Qを通しては2,487百万円となる。

こうして導き出された数字は以下のようになる。



現状、非常に苦しいと言わずを得ないものの、難局を切り抜けることは可能とみる。手段としては、第4四半期に利益が出ることは固いので、これを利用してMSワラントやMSCBを利用する手であろう。希薄化は避けられないが、繰り返しになるが、優先事項は資金繰りに目途をつけて難局を切り抜けることである。

一方で、日次の平均価格で求めた月ごとの電力卸スポット価格は以下のようになる。因みに、昨年より4月の水準が高いのは燃料価格上昇の影響ではある。

Apr-20	5.24	Apr-201	6.69
May-20	4.18		
Jun-20	5.01		
Jul-20	4.31		
Aug-20	7.04		
Sep-20	6.31		
Oct-20	5.05		
Nov-20	5.56		
Dec-20	13.93		
Jan-21	63.07		
Feb-21	7.50		
Mar-21	6.24		

この程度の価格変動であれば平常時に生じることで許容範囲内である。正常化されれば、現在のボリュームで考えると、春と秋には1,000百万円程度の利益が、夏と冬は踏ん張り合計で300百万円程度の赤字と仮定する。これに広告事業の利益が通期で300百万円、メディアほぼチャラ、調整額が▲300百万円程度とすると、全社ベースで1,700－2,000百万円程度の営業利益は確保できると思われる。