

ポラリス・ホールディングス (3010)

順調に進行中で資本も十分

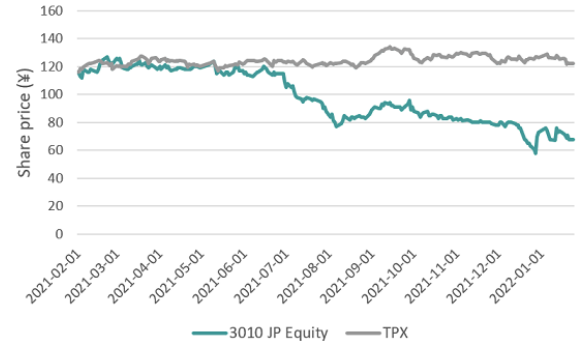
株価: ¥69

時価総額: ¥63 億

2022年3月期第3四半期決算速報

2月16日 2022

- 回復に向けて引き続き注力:** ホスピタリティセクターでは厳しい状況が続いており、ポラリス・ホールディングスはホテル運営事業において稼働率と宿泊価格の低下に見舞われている。このような状況ではあるものの、同社は、新規ホテルのオープンを計画し、継続的なコスト削減を行い、健全な資本基盤を確保することで、回復に向けた態勢を整えることを継続中。
- コスト削減:** 新規ホテルオープンによる売上増に加え、賃料引き下げ交渉、人件費、ホテルの臨時休業などのコスト削減努力を継続することで、第3四半期における営業利益率は、前年同期比-49%から-36%に改善された。



出所: Bloomberg

強力な資本基盤、新たに6棟のホテルを運営予定

- 有効な資金源:** 同社が継続企業であり続けるために、メインバンクである金融機関との間で6億円のコミット期間付タームローン契約を締結し、株式会社日本政策金融公庫との間で9億5,000万円の新型コロナ対策資本金劣後ローンに関する金銭消費貸借契約を締結。財務制限条項に抵触している2億4,000万円の借入れに関して、堅調な事業計画と資金計画を考慮し、金融機関は期限の利益喪失の権利行使をしないことに合意した。その他返済期限を迎える借入金については、借入期間延長のための協議を行い期限を延長する予定。全体として、同社は事業需要の回復に向け依然として十分な資本を有しており、スポンサーのスターアジアグループから引き続き全面的な支援を受けている。
- 6軒のホテルを追加:** ポラリスは、スポンサーのスターアジアグループと、新たな6軒のホテルの運営委託契約締結に向けた覚書を交わすと2022年2月14日に発表した。6軒のホテル運営を受託後、ポラリスは合計31ホテル、合計5,706室(前回比26%増)を運営することになる。
- 評価:** 株式は2024年3月期の推定フリーキャッシュフロー利回り36.0%(完全希薄化ベースで22.4%)で取引されている。

株価パフォーマンス

	YTD	1mth	3mth	12mth
Abs (%)	-5.5	-6.8	-13.8	-41.5
Rel (%)	-3.3	-4.8	-9.7	-41.1

セクター

不動産管理/サービス事業
ホテル・レストラン・レジャー (GICS)

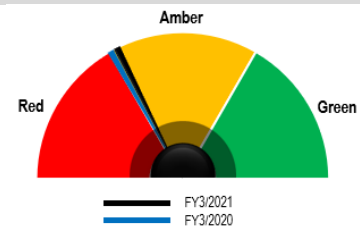
Stock data

株価 (¥)	69
時価総額 (¥bn)	6.3
時価総額 (\$m)	54.6
52週レンジ (¥)	58-149
発行済み株式数 (百万)	91.6
一日平均売買高 (\$m)	0.1
浮動株比率 (%)	22.4
海外持株比率 (%)	78.7
コード	3010
市場	東証2部
純負債/自己資本比率 (x)	N/A
FFO レバレッジ (x)	N/A
BBG BUY HOLD SELL	0 0 0

会社概要

ポラリス・ホールディングスは、ベストウェスタン、KOKO HOTEL、バリュー・ザ・ホテルの3つのホテルブランドを展開する国内ホテル事業者である。

アストリス-サステナビリティ ESG レーティング



イベント予定日

FY3/2022 決算発表 5月 2022

Tel: +81 3 6868 8762

Email: Corporateresearch@astrisadvisory.com

このレポートは会社から委託されています

年度	3/2020	3/2021	3/2022E	3/2023E	3/2024E
売上高 (¥bn)	5.45	2.97	3.59	4.82	12.03
営業利益 (¥bn)	(0.18)	(1.63)	(1.44)	(0.87)	1.93
純利益 (¥bn)	(0.19)	(2.10)	(1.67)	(1.06)	1.68
EPS (¥)	(3.56)	(37.83)	(18.20)	(11.55)	18.31
DPS (¥)	-	-	-	-	-
売上高伸び率 (%)	+7.2	-45.5	+20.8	+34.2	+149.7
営業利益成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
純利益成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS 成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	3.8
EV/EBITDA (x)	(320.4)	(8.6)	(10.2)	(20.9)	5.6
EV/売上高 (x)	2.3	4.3	3.5	2.6	1.1
PBR (x)	9.7	(8.1)	3.5	4.0	1.5
ROE (%)	(29.3)	267.9	(92.2)	(67.4)	41.0
ROCE (%)	(7.9)	(52.1)	(13.5)	(6.7)	10.8
FCF 利回り (%)	2.7	(52.0)	(115.0)	(12.9)	36.0
配当利回り (%)	-	-	-	-	-

注: EPS・FCF 利回り計算は希薄化前

最近の業績

2022年3月期第3半期累計業績

主要財務データ

JPY(百万)	Q3 FY3/2021	Q3 FY3/2022	Growth YoY (%)
売上高	2,159	2,800	+29.7
営業利益/(損失)	(1,057)	(1,005)	N/A
営業利益率	-49%	-36%	
経常利益/(損失)	(1,110)	(1,252)	N/A
親会社株主に帰属する純損失	(1,212)	(1,348)	N/A

出所: 会社資料

事業セグメント別 (事前消去)

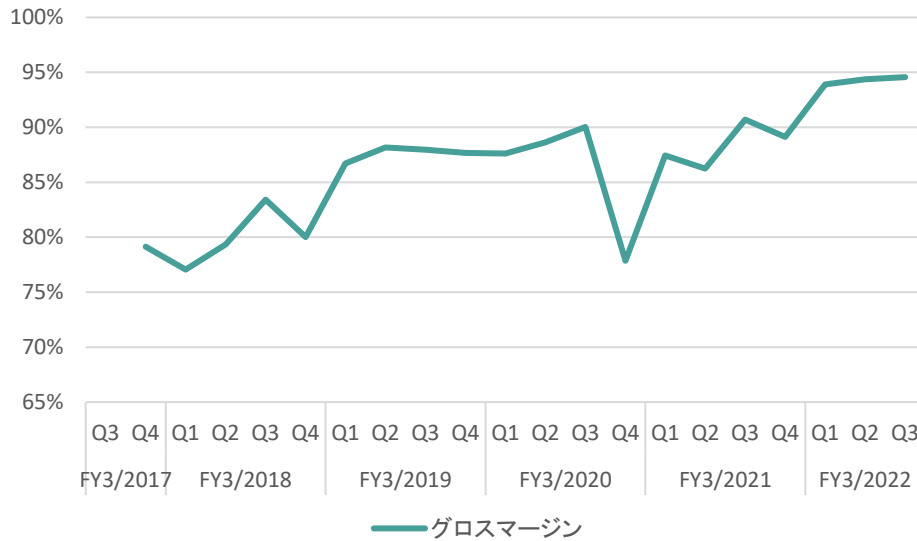
JPY(百万)	Q3 YTD FY3/2021	Q3 YTD FY3/2022	Growth YoY (%)
売上高			
ホテル事業	2,024	2,761	+36.4
不動産事業	134	38	-71
営業利益/(損失)			
ホテル事業	(900)	(790)	N/A
不動産事業	18	8	-53.4
営業利益率			
ホテル事業	-44.4%	-28.6%	
不動産事業	13.4%	21.0%	

出所: 会社資料

2022年3月期第3四半期の業績で目立った内容:

- **ホテル事業**—売上高は、ベストウェスタン 4 棟、KOKO ホテル 5 棟の計 9 棟のホテルが新規に加わり、なかでも KOKO ホテルの 2 棟が 2022 年度累計第 3 四半期にオープンしたことが寄与し、前年比 36.4%増となった。営業損失は、新規ホテルの開業費用が発生したものの、ホテルオーナーとの賃料値下げの再交渉や人件費等のコスト削減、ホテルの臨時休業等により、前年比減少となった。
- 経営陣による継続中の回復努力:
 - 航空会社との提携などの新しい販売チャネルの確立。
 - 新規顧客を獲得するための福利厚生プログラムへの参加。
 - 医療従事者やテレワークスタッフを対象としたコロナ禍に関連する宿泊プランの策定。
 - レストラン運営のアウトソーシング。
 - 賃料の値下げ交渉。
 - スタッフの勤怠管理、ビルメンテナンスや清掃のサービス契約の再交渉など、本社のコスト削減努力。

図表 4: 売上総利益率の推移 - 四半期ベース



出所: 会社資料

資本基盤の強化

同社は、事業モデルのトランスフォーメーションとコスト削減に関し健全な戦略を実行することで、引き続きコロナ禍という厳しい状況を乗り越えようとしている。経営陣が大規模な資本増強を実施した結果、同社事業は中長期的に良好な状態になったと思われる。

同社は、強力な資本基盤を確実なものとするために、以下の対策を実施中：

- 2020年9月に締結した6億円のコミットメントラインに関するメインバンクとの契約。
- 日本政策金融公庫から9億5000万円の資本性劣後ローン(2040年9月返済予定)を調達。これは、金融機関による会計監査上、資本に分類される。
- 借入金のうち2億4000万円が、コベナンツ条項に抵触しているが、事業計画や資金計画等を金融機関に説明し、期限の利益喪失の権利行使をしない旨の同意を得た。
- 返済期限のある現在の借入金については、借入期間延長のためのリファイナンスを実施中。また、2021年6月に5億3600万円の融資を受けた。
- 2020年7月発行の転換社債15億円のうち、6億円は転換済み。残額9億円の転換により、株主資本は増加となる。
- 2020年発行の新株予約権の行使により、純資産は14億3,300万円の増加となる。
- 2021年11月発行の新株予約権の行使により、株主資本は31億2,700万円の増加となる。

スターアジアグループ LLC は、ポラリス・ホールディングスの親会社であり、同社株式の73.05%を有する筆頭株主であり、ポラリスのスポンサーとして多くの資金や経営リソースを提供している。スポンサーであるスターアジアグループは、両社の強みを生かし、新規ホテルの開業を計画するなど、事業に尽力している。経営陣は、継続企業としてのポラリス・ホールディングスに関して、大きな不安要素はないと考えている。

6 軒のホテルを新規追加運営することを発表

2022 年 2 月 14 日、ポラリスはスポンサーであるスターアジアグループと新たに 6 軒のホテルをフィー収入型運営委託契約により運営することに向けた覚書を締結したことを発表。これらのホテルは東京、大阪、名古屋などの主要なビジネス大都市や、金沢、熊本、神戸など、ビジネス客や観光客の双方の需要の取り込みに有利な、宿泊ゲストから見た利便性が高い好立地に所在し、高い競争力を有しており、ポラリスにとって前向きな進展となる。また、平均約 200 室の客室規模があり、効率性及び収益性が高いホテル運営が期待される。

これらのホテルが加わることで、ポラリスの運営するホテルは 31 軒、総客室数は 5,706 室となり、26% の増加となる。2024 年 3 月期までに 6,396 室を運営する目標に向け、着実に前進している。ポラリスはスポンサーのスターアジアグループとの関係を活かし、2020 年 3 月末から 2021 年 12 月末までにすでに運営客室数を約 1.5 倍に増加させた。

ホテル詳細

ホテル名	場所	客室数
ホテルトラスティ金沢 香林坊	金沢	207
ホテルトラスティ 心斎橋	大阪	211
ホテルトラスティ 名古屋 栄	名古屋	204
ホテルトラスティ プレミア 熊本	熊本	205
ホテルトラスティ プレミア 日本橋浜町	東京	223
ホテルトラスティ 神戸 旧居留地	神戸	141
計		1,191

出所: 会社資料

この覚書は 2022 年 2 月 14 日に締結された。運営委託契約は 2022 年 4 月に締結予定で、ホテル運営の開始は 2022 年 7 月からを予定している。

2022 年 3 月期の見通し

2022 年 3 月期の業績予想は、見通しが立たないため非公開となっている。

サマリー

ポラリス・ホールディングスは、ベストウェスタン、KOKO HOTEL、バリュー・ザ・ホテルの3つのホテルブランドを展開する国内ホテル事業者である。大幅な資金調達を実施し、ポストコロナ環境におけるホテル需要回復に対応できる体制を整えている。

スターアジアグループのスポンサーシップのもと、ポラリスはリソースを有効活用し、現在の低迷したホテル市場を商機と捉え、安定した収益成長を目指すことを重要なテーマとして、大幅な改革を実施している。

その核となる要素は、**オーナー兼オペレーター型事業モデルへの戦略的転換**である：

ホテル運営者モデルをより高収益なフォーマットへ転換

- 国内の旧来モデルである固定賃料負担比率が高い定期借家契約から、低リスクの「フィー収入型契約」へと移行
- スターアジアグループの豊富な経験を活かし、現在低迷しているホテル市場において**オーナー兼オペレーター型事業モデル**の更なる拡大を目指す。同モデルは、ポラリスが運営者兼ホテルオーナーとなることで、第三者に対する賃料支払や管理費の支払いがなくなり、ホテル運営に係る高リターンと将来の潜在的キャピタルゲインを得ることを可能にする資本集約的な運営方法である。

ポラリス・ホールディングスは、2024年3月期に以下のような要因で大幅成長すると予測する。

- 事業環境が2019暦年並みの水準に回復。
- その結果、需要と販売構成の改善により、TRevPARの回復が促進。
- 固定費の低下により、営業レバレッジが拡大。営業利益率は16%と推定。

株式は、2024年3月期の推定フリーキャッシュフロー利回り36.0%（完全希薄化後22.4%）で取引中。

会社概要

要旨

ポラリス・ホールディングスは、スターアジアグループ LLC (独立系投資グループ) のグループ会社で、その中核事業は、ホテル運営事業である (現在 25 のホテルを運営中)。国内では以下の 3 つのホテルブランドを展開している:

- ベストウェスタン: 1946 年に米国で創業したグローバルブランドであり、レジャーやビジネス旅行者向けの宿泊施設を中心に 11 施設を展開
- KOKO HOTEL: 大都市圏に位置する 7 つのビジネスホテルで構成される自社ブランド。7 ホテルのうち 5 ホテルは、不動産ファンドのローンスター (2020 年 4 月にユニゾホールディングスを買収) が保有していた旧ホテルユニゾ。スターアジアグループ (コロナ禍中の 2020 年第 3 四半期にこれらのホテルを大幅なディスカウント価格にて取得) からの運営受託により、2020 年 9 月に事業開始。
- バリュー・ザ・ホテル: 東北地方を拠点とし、東日本大震災後の地域再生プロジェクトに携わる方々を対象とした中長期滞在型の 5 つのホテル。
- その他、別ブランドで 2 つのホテルを運営中 (衣浦グランドホテル、フィーノホテル札幌大通)。



事業セグメントの詳細

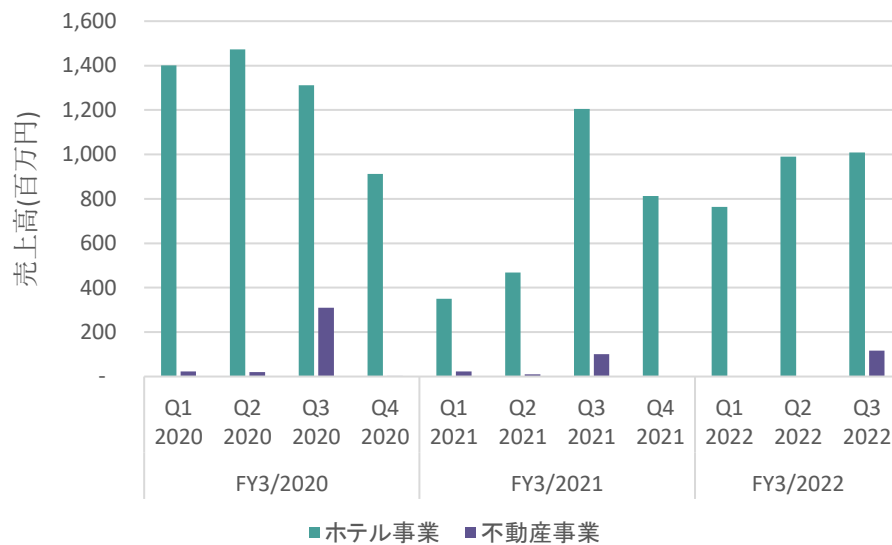
ポラリスには、ホテル事業と不動産事業という2つの事業セグメントがある。

事業セグメントの詳細

事業セグメント	主要サービス	概要
ホテル事業	<ul style="list-style-type: none"> マネジメント オペレーション コンサルタント フランチャイズ 	<ul style="list-style-type: none"> ホテルのオーナー／運営者 賃貸借契約または運営委託契約によるホテル運営 新規開業、既存ホテルの改善を目指す ベストウエスタンホテルのフランチャイズ加盟店
不動産事業		

出所: 会社資料

図表 1: セグメント別最近四半期売上高推移



出所: 会社資料



アストリスの業績予想と 主な前提条件

アストリスの主な業績予想は以下のとおり:

業績予想

年度末	FY3/2022E	FY3/2023E	FY3/2024E
TrevPAR (¥)	2,370	3,318	5,226
成長率 (%)	-	+40.0	+57.5
平均運営客室数	4,150	3,979	6,396
成長率 (%)	+21.8	-4.1	+60.7
売上高 (¥bn)	3.59	4.82	12.03
成長率 (%)	+20.8	+34.2	+149.7
営業利益 (¥bn)	(1.44)	(0.87)	1.93
営業利益率 (%)	-40.0	-18.0	16.0
EBITDA (¥bn)	(1.24)	(0.61)	2.26
FCF (¥bn)	(7.26)	(0.82)	2.27
FCF 利益率 (%)	-202.4	-16.9	18.9
FCF 換算 (%)	N/A	N/A	135.6
FCF 利回り (%)	(115.0)	(12.9)	36.0
完全希薄化ベース FCF 利回り (%)	(71.6)	(8.0)	22.4

出所: Astris Advisory 予想

これらの推定値の中核となる前提条件は以下のとおり:

- **事業環境の持続的な回復**—2024年3月期には、国内需要、インバウンド需要ともに、コロナ禍前の暦年2019年と同程度の需要に回復すると試算。
- **TrevPAR(販売可能一室あたり総売上高)**—客足が正常化し始め、稼働率が上昇するにつれ、二桁台の成長を持続すると予想。また、契約形態による売上構成の改善も、この成長を牽引するものとする。
- **営業利益率**—売上の増加、売上構成の変化、コスト構造の改善により、収益性が大きく向上し、2024年3月期には黒字化する見込み。
- **フリーキャッシュフローの生成が黒字化**—2024年3月期にはフリーキャッシュフローの黒字化が始まると推測。ただし、これはオーナー/オペレーターモデルの比率拡大を目的としたホテル資産の購入規模次第である。

なお、不動産資産の売却にともなう一時的な利益については見積もっていない。

会社情報

経営陣

ホスピタリティ業界で48年の経験を持ち、日本全国11のホテルグループで取締役を務める	取締役会長	高倉茂
	所有株式率(直接)	0.14%
	略歴	
	2005年以前	ヒルトン・インターナショナルで様々なエグゼクティブレベルの職務を担当
	2005	ソーレホテルズ&リゾーツ総支配人に就任
	2011	レンブラントホールディングス取締役就任
	2013	ポラリス・ホールディングス入社、執行役員営業本部長
2014	ポラリス・ホールディングス代表取締役社長就任	
2020	取締役会長就任	

不動産開発、建設、リース、販売における30年以上の経験	代表取締役社長兼不動産事業本部長	梅木篤郎
	所有株式率(直接)	0.03%
	略歴	
	1986	株式会社トーマン入社、不動産開発担当
	2006	株式会社明豊エンタープライズ(8927)社長就任
	2009	明豊プロパティーズ取締役就任
	2015	ハウスセゾンエンタープライズ株式会社 取締役就任
2017	スターアジア総合開発株式会社 代表取締役社長就任	
2019	ポラリス・ホールディングス入社 プリンシパル兼会長	
2020	ポラリス・ホールディングス社長兼 CEO に就任	

取締役兼最高報行責任者兼最高財務責任者兼財務・経営企画本部長	取締役	細野敏
	所有株式率(直接)	0.07%
	略歴	
	2003	大和証券株式会社 入社
	2006	みずほ証券株式会社入社 不動産ファイナンス業務
	2012	株式会社ザイマックス マネージャー就任
	2015	スターアジア・マネジメント・ジャパン ディレクター就任
2018	執行役員としてポラリス・ホールディングス入社	
2019	ポラリス・ホールディングス取締役 兼 最高財務責任者/IR 担当	
2020	従来の業務に加え、COO に就任	

ホテル運営事業本部長	取締役	田口洋平
	所有株式率(直接)	0.02%
	略歴	
	2007	アクセンチュア株式会社にコンサルタントとして入社
	2016	いちご投資顧問株式会社入社 ホテル REIT アセットマネジメント担当
2020	スターアジア・マネジメント株式会社 入社 ホテル投資部門	
2021	ポラリス・ホールディングス、ホテル運営事業本部長就任	

スターアジアグループ共同設立者

取締役	Malcolm F. MacLean IV
所有株式率(直接)	1.71%
略歴	
1992	キダー・ピーボディ社副社長就任
1995	PaineWebber Incorporated 上級副社長 就任
2000	Mercury Real Estate Advisors LLC 社長兼ポートフォリオ・マネージャー
2006	スターアジアグループ創業者兼マネージング・パートナー
2019	ポラリス・ホールディングス取締役就任

スターアジアグループ共同設立者

取締役	増山太郎
所有株式率(直接)	1.71%
略歴	
1990	アクセンチュア株式会社 コンサルタントとして入社
1994	バンカース・トラスト・カンパニー副社長就任
1999	メリルリンチ証券会社マネージング・ディレクター就任
2007	スターアジアグループ創業者兼マネージング・パートナー
2019	ポラリス・ホールディングス取締役就任

取締役	橋本龍太郎
所有株式率(直接)	0.17%
略歴	
2008	メリルリンチ日本証券株式会社 入社
2010	ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社 入社
2015	スターアジア・マネジメント・ジャパン マネージング・ディレクター
2019	ポラリス・ホールディングス入社、取締役就任
2020	SAGL アドバイザーズ取締役就任

問合せ先

101-0032 東京都
千代田区岩本町 1-12-3 山崎共同ビル
日本
www.polaris-holdings.com

IR Contact: 細野敏
Tel: +81 (3) 5822 3010
出所: 会社資料

沿革

主な会社沿革	
1912年9月	群馬で「上毛撚糸」として1912年に絹糸工場を設立
1961年4月	東京証券取引所第2部上場
1972年4月	不動産関連事業開始
2006年10月	東証の所属業種を「繊維」から「不動産」に変更。
2008年4月	朝里川温泉開発株式会社設立
2008年10月	フィーノホテルズを買収し、子会社化 価値開発に社名変更
2009年1月	ベストウェスタンホテルジャパン設立
2009年12月	衣浦グランドホテル設立
2015年7月	東証の所属業種を「不動産業」から「サービス業」に変更
2019年3月	Star Asia Opportunity III LP が出資
2021年5月	価値開発からポラリス・ホールディングスに社名変更
出所: 会社資料	

大株主の状況

Major shareholders	Stake (%)
スターアジア・マネジメント・リミテッド	73.49
Four Quadrant Global Real Estate Partners	4.29
マルコム F.マククリーン 4 世	1.71
増山 太郎	1.71
Hazelview Global Real Estate Fund	1.43
EVO FUND	1.10
Charlestown Energy Partners LLC	0.70
村山 信也	0.52
落合 宏一	0.28
山田 恭	0.22

出所: Factset

論考分野/ディスカッション・ポイント

投資家にとって重要なトピックを強調

投資家との論考においては、以下が重要分野になると考える：

1. 資金調達要件
 - a. 2024年3月期の成長戦略目標を達成するために、現在十分な資本があるか？
 - b. 未処理ワラントが行使されなかった場合、今後の資金調達計画に影響を与えるか？
2. 契約構成
 - a. スポンサーであるスターアジアグループは、オーナー／オペレーターモデルを強化するために、Polarisに売却資産を用意したか？
 - b. 固定リース契約から、さらに撤退する準備はできているか？
 - c. KOKO HOTELブランドはどのように成長していくか？
3. ホテル資産の含み益
 - a. 経営陣は、所有／運営するホテル資産の現在および将来の含み益をどのように見ているか？
 - b. 取引のきっかけとなるものは何か？
4. 海外宿泊客の量
 - a. 海外からの旅行者に対する主要3ブランドの依存度は？
 - b. 計画中的ホテル客室数増加のターゲットは海外宿泊客か国内宿泊客か？
5. 中期的なTrevPARの成長見通し

JGAAP Financials

(¥bn)	FY 3/20	FY 3/21	FY 3/22E	FY 3/23E	FY 3/24E
Sales	5.45	2.97	3.59	4.82	12.03
COGS	0.78	0.29	0.22	0.24	0.48
Gross profit	4.67	2.68	3.37	4.58	11.55
Gross profit margin (%)	85.6	90.3	94.0	95.0	96.0
Total OP	(0.18)	(1.63)	(1.44)	(0.87)	1.93
OP margin (%)	(3.3)	(54.7)	(40.0)	(18.0)	16.0
Non-operating income	0.00	0.07	0.04	0.06	0.05
Non-operating expense	(0.12)	(0.13)	(0.20)	(0.25)	(0.29)
Recurring profit	(0.30)	(1.68)	(1.59)	(1.06)	1.68
Extraordinary gains	-	-	-	-	-
Extraordinary losses	(0.01)	(0.40)	-	-	-
Pre-tax profit	(0.17)	(2.08)	(1.59)	(1.06)	1.68
Tax	0.019	0.016	0.07	-	-
Effective tax rate (%)	(10.9)	(0.8)	(4.57)	-	-
Net income	(0.19)	(2.10)	(1.67)	(1.06)	1.68
Non-controlling NI	-	-	-	-	-
Parent attributable NI	(0.19)	(2.10)	(1.67)	(1.06)	1.68
Sales growth YoY (%)	+7.2	-45.5	+20.8	+34.2	+149.7
OP growth YoY (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NI growth YoY (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Balance sheet (¥bn)	FY 3/20	FY 3/21	FY 3/22E	FY 3/23E	FY 3/24E
Cash & equivalents	1.05	1.84	3.46	5.52	10.73
Trade debtors	0.17	0.33	0.33	0.33	0.33
Stock	0.13	0.06	5.24	5.24	5.24
Other	0.05	0.28	0.28	0.28	0.28
Current assets	1.40	2.51	9.31	11.37	16.59
Tangible assets	1.23	1.21	1.44	1.61	1.73
Intangible assets	0.03	0.02	0.07	0.12	0.15
Investment & others	1.33	1.26	1.26	1.26	1.26
Fixed assets	2.59	2.48	2.77	2.99	3.14
Total assets	3.99	5.00	12.08	14.36	19.73
Short term borrowing	1.14	1.08	1.08	1.08	1.08
Trade creditors	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other	0.56	0.79	0.34	0.38	0.75
Current liabilities	1.70	1.87	1.41	1.45	1.83
Long term borrowing	1.43	3.76	8.71	11.19	13.67
Other LT liabilities	0.22	0.15	0.15	0.15	0.15
Long term liabilities	1.64	3.91	8.86	11.34	13.82
Shareholder's equity	0.65	(0.78)	1.81	1.57	4.09
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Total net assets	0.65	(0.78)	1.81	1.57	4.09
Total liabilities & net assets	3.99	5.00	12.08	14.36	19.73

Cash flow statement (¥bn)	FY 3/20	FY 3/21	FY 3/22E	FY 3/23E	FY 3/24E
Net income	(0.19)	(2.10)	(1.67)	(1.06)	1.68
Depreciation/amortization	0.14	0.16	0.20	0.26	0.33
Other non-cash items	0.14	0.52	0.33	0.42	0.38
Changes in working capital	0.05	(0.09)	(5.64)	0.04	0.37
Cash from Operating Activities	0.14	(1.51)	(6.78)	(0.33)	2.76
Capex	(0.04)	(0.48)	(0.48)	(0.48)	(0.48)
Acquisition of business	-	-	-	-	-
Other investing cash flow	0.37	(0.17)	0.10	(0.03)	0.03
Cash from Investing Activities	0.33	(0.65)	(0.38)	(0.52)	(0.45)
Total cash dividends paid	-	-	-	-	-
Debt issuance/(retirement)	(0.95)	2.06	4.95	2.48	2.48
Equity financing	-	0.06	2.80	-	-
Other	(0.08)	0.83	1.03	0.43	0.43
Cash from Financing Activities	(1.03)	2.95	8.78	2.91	2.91
FX impact	-	-	-	-	-
Net cash flow	(0.56)	0.79	1.62	2.06	5.22
Free cash flow	0.10	(1.99)	(7.26)	(0.82)	2.27
Free cash flow margin (%)	1.8	-67.0	-202.4	-16.9	18.9
Free cash flow conversion (%)	-52.4	N/A	N/A	N/A	135.6
Capex/sales (%)	0.7	16.2	13.4	10.0	4.0
Capex/depreciation (%)	26.8	299.0	247.5	184.4	145.9
CFO margin (%)	2.5	-50.8	-188.9	-6.9	22.9

Key metrics	FY 3/20	FY 3/21	FY 3/22E	FY 3/23E	FY 3/24E
Profitability					
Gross margin (%)	85.6	90.3	94.0	95.0	96.0
Operating margin (%)	(3.3)	(54.7)	(40.0)	(18.0)	16.0
Net margin (%)	(3.5)	(70.7)	(46.4)	(21.9)	13.9
ROA (%)	(4.8)	(42.0)	(13.8)	(7.4)	8.5
ROE (%)	(29.3)	267.9	(92.2)	(67.4)	41.0
ROCE (%)	(7.9)	(52.1)	(13.5)	(6.7)	10.8
ROIC (%)	(5.3)	(45.1)	(19.2)	(6.8)	11.8
Liquidity					
Current ratio (x)	0.8	1.3	6.6	7.8	9.1
Quick ratio (x)	0.7	1.3	2.9	4.2	6.2
Leverage					
Debt/Equity ratio (x)	3.9	(6.2)	5.4	7.8	3.6
Net Debt/Equity ratio (x)	2.3	N/A	3.5	4.3	1.0
Equity ratio (x)	0.2	(0.2)	0.1	0.1	0.2
Interest cover (x)	(2.1)	(14.9)	(7.3)	(3.5)	6.5
Net Debt/EBITDA (x)	-38.2	-2.0	-5.1	-11.1	1.8
Valuation					
EPS reported (¥)	(3.56)	(37.8)	(18.2)	(11.5)	18.3
PER (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	3.8
DPS (¥)	-	-	-	-	-
Dividend payout ratio (%)	-	-	-	-	-
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-
Free cash flow yield (%)	2.7	(52.0)	(115.0)	(12.9)	36.0
Diluted FCF yield (%)	N/A	(32.4)	(71.6)	(8.0)	22.4
PBR (x)	9.7	(8.1)	3.5	4.0	1.5
EV/sales (x)	2.3	4.3	3.5	2.6	1.1
EV/EBITDA (x)	(320.4)	(8.6)	(10.2)	(20.9)	5.6
EV/EBIT (x)	(69.8)	(7.8)	(8.8)	(14.6)	6.6
EV/FCF (x)	126.5	N/A	N/A	N/A	5.6



免責事項

本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が作成したものです。本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が信頼できると考える公開情報源から入手した情報に基づいていますが、独自検証は行っていないため、その正確性や完全性について保証、表明、保証をするものではありません。本レポートは、当該企業について述及すべき全事項を記載したのではなく、また、記載を試みるものでもありません。ここに記載された意見は、本レポート作成時点におけるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている将来の見通しに関する情報または記述には、仮定、今後の業績予測、未確定な金額見積もりなどに基づく情報が含まれているため、既知および未知のリスク、不確実性および、このテーマに関する実際の結果、業績または成果が現在の予想とは大きく異なる可能性をもたらすその他要因が含まれています。

本レポートは概説として作成されたものであり、特定の金融商品または戦略を個人的に推奨するものではなく、また個人的な投資アドバイスを構成するものでもありません。

アナリストは、(i)本レポートで表明する見解は、本レポートの対象である企業および証券に関する当該リサーチアナリストの個人的見解を正確に反映していること、(ii)当該リサーチアナリストの報酬のいかなる部分も、直接的にも間接的にも当該リサーチアナリストが本レポートで述べた見解に過去、現在、未来を通して関連しないことをここに証明します。

本レポートは、日本法に基づき設立され、日本の金融庁の監督下にあるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社により作成されました。現地当局による規制範囲に関する詳細をご要望の場合は、弊社から入手可能です。

利益相反

本レポートは、当該企業が委託して費用を負担したものであり、MiFID II で定義される許容可能な軽微な非金銭的利益に該当すると判断されるものです。

読者は、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が、現在、もしくは今後3ヶ月以内およびその後、当該企業に対してIR/コーポレート・アドバイザリーなどのサービスを提供する、または提供することを求める可能性があることを前提とする必要があります。

記載金融証券への投資:アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、取締役、役員、従業員およびサービスプロバイダーの個人的な取引について制限的な方針をとっています。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、投資業務を行っておらず、本レポート記載の金融証券は一切保有していません。

責任制限

アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートに基づき投資家が行った投資、売却、保有の決定に関して、いかなる責任も負わないものとします。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートの情報に起因する直接的、間接的、偶発的、特別、または結果的損害(予見可能か否かを問わず)に対して、一切の責任を負わないものとします。

Copyright 2022 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止