

ポラリス・ホールディングス (3010)

ホスピタリティセクター回復を視野に入れた大幅な事業モデルのトランスフォーメーション

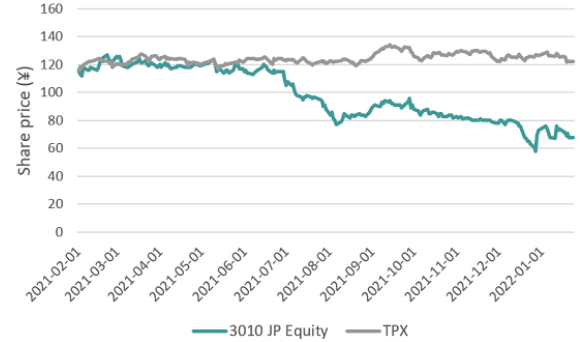
株価: ¥69

時価総額: ¥63 億

カバレッジ開始

2月1日 2022

- **事業モデルの大幅なトランスフォーメーション:** ポラリス・ホールディングスは、戦略的な資本増強とリポジショニングを行って、事業モデルのトランスフォーメーションを図り、より高いリターンの達成を目指しているホテル運営会社である。その目的は、固定賃料負担の重い長期定期借家契約を中心とした従来の事業モデルから、フリー収入型の運営委託契約、そして第三者に対する賃料負担の無いオーナー兼オペレーター型事業モデルへと転換し、持続的な収益成長と潜在的なキャピタルゲインを生み出すことである。
- **大規模な資本増強:** スポンサーであるスターアジアグループの下、大幅なバランスシート再編を実施。2021年11月実施の最新資金調達ラウンドでは、新規株式発行により28億円を調達。これにより、ポラリスは魅力的な成長投資を継続する予定。



出所: Bloomberg

成長を目指す積極的なポジショニング

- **大きな進展:** ポラリスはコロナ禍の中、以下の取り組みを実施: 1) 運営委託契約または変動賃料型の定期借家契約で運営する新しいホテルブランド KOKO HOTEL を開始し、リスクを抑えた収益源を確保、2) 固定賃料負担比率が高い定期借家契約の不採算ホテルを閉鎖、3) ホスピタリティ市場のディストレスを商機と捉え、オーナー兼オペレーターとして運営するために競争力のある3つのホテルを安価で買収。ホテル運営契約構成の転換は非常に前向きな進展であり、その結果、2022年3月期第2四半期の粗利益率は94.6%(2021年3月期第2四半期は90.7%)と過去最高を記録した。
- **正常化と回復に向けたポジショニング:** 2024年3月期には、2019暦年と同程度に事業環境が回復し、TRRevPAR(販売可能一室あたり総売上高)と客室数の増加により売上高が増加し、収益性改善や、力強いフリーキャッシュフローを生み出すことを見込む。
- **ESG:** 弊社のアストリス-サステナビリティモデルのスコアカードの評価は「アンバー」。
- **企業価値評価:** 株式は、2024年3月期の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は22.4%)の試算で取引中。

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	3.7
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

株価パフォーマンス

	YTD	1mth	3mth	12mth
Abs (%)	-5.5	-5.5	-16.9	-40.5
Rel (%)	-0.7	-0.7	-10.3	-42.6

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)

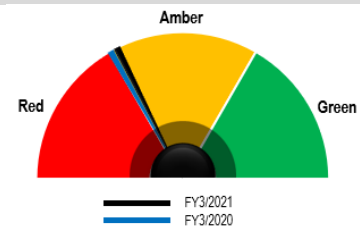
株価データ

株価 (¥)	69
時価総額 (¥bn)	6.3
時価総額 (\$m)	55.0
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つのフランチャイズ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

Q3 FY3/2022 決算発表 2022/02/10

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

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 つのホテルフランチャイズを展開している:

- 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)。

長い歴史を持つポラリスは、創業来、ビジネスモデルを変化させてきた。群馬県で絹糸の製造、販売を行う「上毛撚糸」として 1912 年に創業したのが起源であり、その後 1961 年に横浜生糸取引所で先物取引を開始し、東京証券取引所第 2 部に上場した。1972 年に不動産業、1986 年に保険代理店業、2001 年にブロードバンド関連事業と多角化し、現在に至る。2006 年 10 月、東京証券取引所において、所属業種を繊維から不動産に正式に変更した。

不動産事業は拡大したが、2008 年における経済不況を受け、ホテル運営事業への転身と合わせて不動産事業の縮小を戦略として掲げた。また、2008 年には国内のホテル運営会社であるフィーノホテルズを買収し、同年に社名を「価値開発」に変更した。2009 年にはベストウェスタン社とホテル開発に関する契約を締結し、日本でのブランド普及に努めている。

図表 1: 売上高構成比較: FY3/2008 vs FY3/2021



出所: FactSet

2013年3月期までの2年間は、保有不動産にかかる特別損失計上等により経営が悪化した為、固定資産の売却に注力した。その結果、同社は財政難に陥り、資本注入が必要となったため、2013年5月に国内ホテル運営会社のレンブラントホールディングスが、スポンサーとして、14.71%の株式を保有する筆頭株主となった。ホテル運営事業へのビジネスモデルの転換に伴い、2015年10月に東京証券取引所において、所属業種を不動産業からサービス業に変更した。

スターアジアグループとの関係構築

2018年10月、Star Asia Opportunity III LP (SAO)との契約が発表された。SAOは、新株引受(17.27%)と旧スポンサーのレンブラントホールディングスをはじめとする既存株主(14.65%)からの株式譲受により、同社株式の32.02%を取得。SAOは、日本の不動産および不動産関連資産に特化した独立系投資グループであるスターアジアグループ(SAG)の関連会社である。

Star Asia Opportunity III LP との最初の資金調達

取引概要	詳細
発表日時	2018年10月25日
新株発行総数	2,800,000
オファー価格	¥230
事前入札のプレミアム(1週間)	-2.5%
新株発行	6億4400万円
新株発行による持株比率	17.27%
既存株主からの譲渡株式数	2,391,200
既存株主からの譲渡比率	14.75%
その結果 SAO の保有率	32.02%

出所: 会社資料、Refinitiv

2018年3月期、2019年3月期と連続して当期純損失を計上すると、同社の株主資本がマイナスになることから、SAO及び関係役員との間で2019年2月、新規株式発行とデットエクイティスワップをメインとする資本提携契約を締結。その後、SAOの出資比率は75.54%に拡大した。

Star Asia Opportunity III LP との第2次資金調達

取引概要	詳細
発表日時	2019年2月27日
新株発行総数	37,416,800
オファー価格	¥51
事前入札のプレミアム(1週間)	-73.0%
新株発行	19億800万円(うち、デットエクイティスワップ9億6,500万円)
その結果 SAO の保有率	75.54%

出所: 会社資料、Refinitiv

新型コロナウイルスによる未曾有の危機で、2020年3月期以来、困難な時期が続いていたが、スターアジアグループをスポンサーに迎え、ビジネスモデルの再構築と再配置を大きく進めている。これまでの主な実績は以下のとおり:

- 2020年3月期以降、11のホテルを新規開業。
- 客室数は2020年3月の3,109室から2021年12月には4,515室と45%増加。
- 新たな自社ホテルブランド KOKO HOTEL を立ち上げ。

- また、2021年5月には社名をポラリス・ホールディングスに変更。ポラリスとは、星座の中で最も明るく、最も認識されやすい星、北極星のことである。北の空の中で最も安定した位置にあるポラリスは、不動の存在であり、正確な航行に不可欠である。

安定と成長を促進するための資金調達と財務の柔軟性の維持は、デレバレッジとホテル運営基盤に投資しその拡大を目指す当社にとって継続しているテーマであった。

2020年7月に発表された第3回の増資においては、15億円のゼロクーポン新株予約権付転換社債を発行。また、行使価格122.5円の新株予約権も発行された（行使時の調達額は15億円予定）。割当先はCapital RE LLCで、SAOが33.3%、Evolution Financial Groupが26.7%、ブラックロックの関連会社が出資するJapan Opportunities Master Fundが40%出資している。

Star Asia Opportunity III と Evolution との第3次資金調達—転換社債

取引概要	詳細
発表日時	2020年7月30日
転換社債の発行	15億円
行使価格	¥123 => ¥122.5 (2021年11月変更)
クーポン	ゼロ
満期	2023年7月28日
ソフトコール	株式が20取引日連続で行使価格を上回った場合、残りの債券を額面で買い戻すことができる。

出所: 会社資料、Refinitiv

Star Asia Opportunity III と Evolution との第3次資金調達—ワラント

取引概要	詳細
発表日時	2020年7月30日
ワラント発行総数	121,951 (1ワラントは100株に相当)
ワラント価格	¥32
ワラント調達	390万円
行使価格	¥123
満期	2023年7月28日
ソフトコール	株式が20取引日連続で行使価格を上回った場合、残りの債券を額面で買い戻すことができる。

出所: 会社資料、Refinitiv

バランスシートを大幅に改善し、さらなる成長資金としてより多くの資本を確保するため、ポラリスは2021年11月に第4回目の資金調達を完了。この調達は、1) 過去2回の調達よりもはるかに大規模な普通株式の発行による28億円の調達、2) 新株予約権による31億2,700万円の調達(2024年11月22日失効)という2つで構成されている。割当先の構成は、SAOとその関連会社の役員および従業員、Hazelview Securities Inc、Quadrant Real Estate Partners、Evolution Group、Charlestown Capital Advisors、ドイツ銀行およびポラリスの経営陣となっている。

第4次資金調達—株式

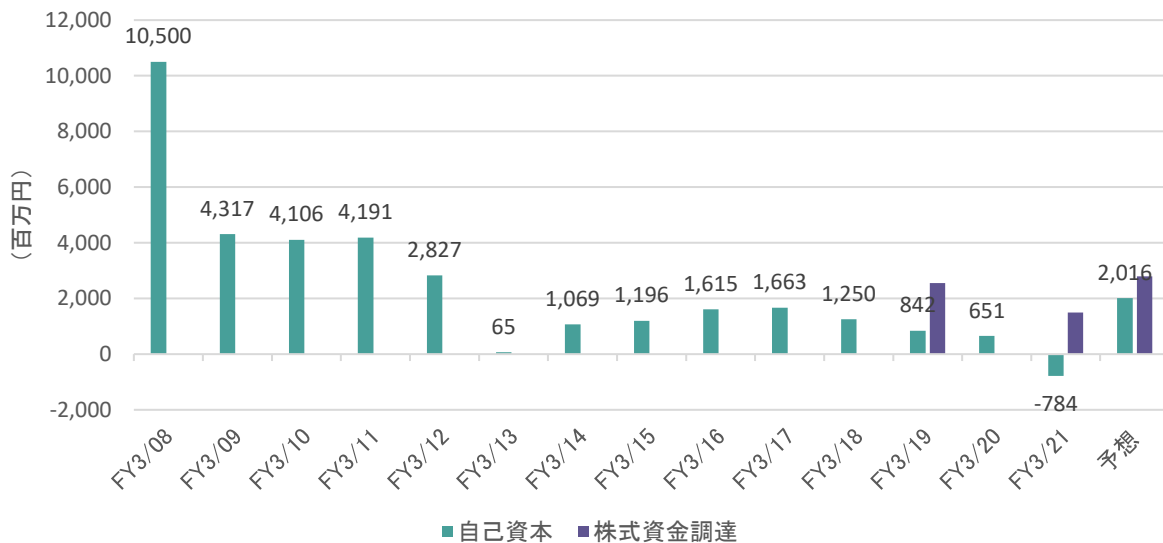
取引概要	詳細
発表日時	15 th October 2021
新株発行総数	32,557,500
オファー価格	¥86
事前入札のプレミアム(1週間)	-1.5%
新株発行	¥27.99億円
その結果 SAO の保有率	73.49%

出所: 会社資料、Refinitiv

第4段資金調達 - 新株予約権

取引概要	詳細
発表日時	2021年10月15日
ワラント発行総数	325,575(シリーズ1)、38,001(シリーズ2)(1ワラントは100株に相当)
ワラント価格	¥0
ワラント調達	¥0
行使価格	¥86
出所: 会社資料	

図表 2: 自己資本の推移 2008年3月期から直近の増資を含む今回予想まで



出所: 会社資料、アストリスアドバイザー

資金調達ラウンドからの希薄化トラッカー

日付	資金調達方法	繰越発行株式数	新株発行(権利行使相当分)	発行時点における希薄化の影響
2018年10月	新株発行	13,412,541	2,800,000	20.8
2019年2月	新株発行	16,212,541	37,416,800	230.7
2020年7月	転換社債の発行 ワラント	53,640,841	12,195,120	22.7
2021年10月	新株発行 ワラント	59,012,889	32,557,500	55.1
2021年12月		91,576,389	32,557,500	55.1
現在発行済の希薄化*				60.5

出所: 会社資料、Refinitiv

*注: 2021年9月30日時点のCB発行残高に基づく希薄化率+ワラント発行残高-推定完全希薄化株数 146,976,023株

今後の資金調達の必要性は、コロナ禍が及ぼす影響次第と思われる。一方、これにより、ホテル資産を割安な価格で取得する機会がさらに増える可能性もある。

ビジネスモデル変革

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、資本の有効活用と安定的な利益成長を目指すことを目標として、大きな改革を実施した。

その核となるのが、**オーナー兼オペレーター型事業モデルの転換**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大きい定期借家契約から、低リスクの「ホテル運営サービスに基づくフィー収入型契約へと移行
- もうひとつの側面は、混乱したホテル市場とスターアジアグループの豊富な経験を活かし、**オーナー兼オペレーター型事業モデル**をさらに拡大するというもので、ホテルオーナーであるポラリスが、賃料や管理費を支払うことなく、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方法。

コロナ禍によるプラスの影響として、ホテル資産市場の買い手が激減し、高い競争力を有するホテルを、この機を活かして魅力的な割引価格で取得できる機会が増大することが挙げられる。ポラリスは、この傾向を活用して、オーナー／運営者モデルのさらなる構築を目指している。

事業セグメントの詳細

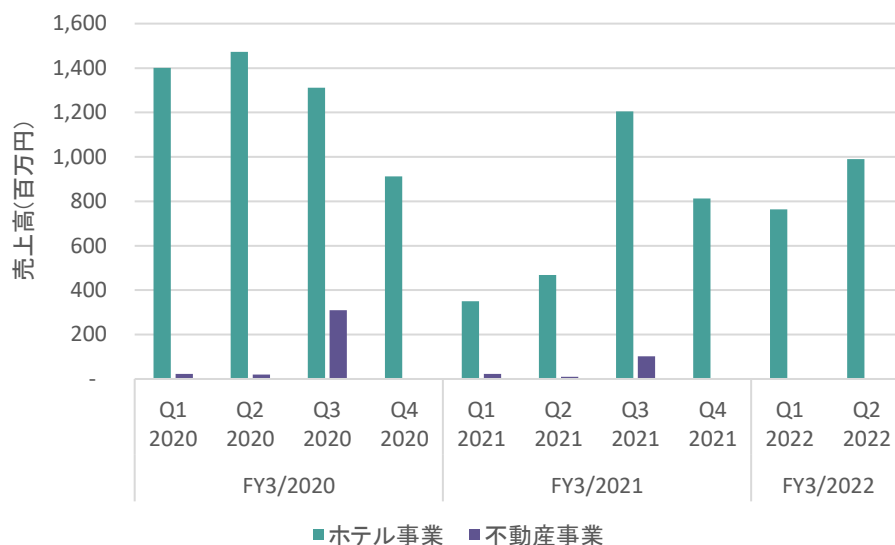
ポラリスには、ホテル運営と不動産事業という2つの事業セグメントがある。

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 ・ リース契約または管理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「フランチャイズ加盟店
不動産事業		

出所: 会社資料

図表 3: セグメント別最近四半期売上高推移



出所: 会社資料

固定費の削減

ポラリスは、事業の固定費を引き下げる為、以下の対策を実施し、損益分岐点の引き下げを実現:

- ・ 専門のレベニューマネジメントチームを設置。収益の最大化を目指し、全ホテルの売上をコントロールする体制にシフト。これにより、各ホテルの総支配人等管理職の人件費が削減。
- ・ スタッフの勤務シフトを合理化し、マルチタスクを導入することで、ホテルあたりのスタッフ数を削減。その結果、販売可能な客室1室あたりの給与が30%削減された。
- ・ 清掃やビルメンテナンスなど外部業者との間の契約内容を見直すことにより、年間1億円程度の経費が削減される見込み。

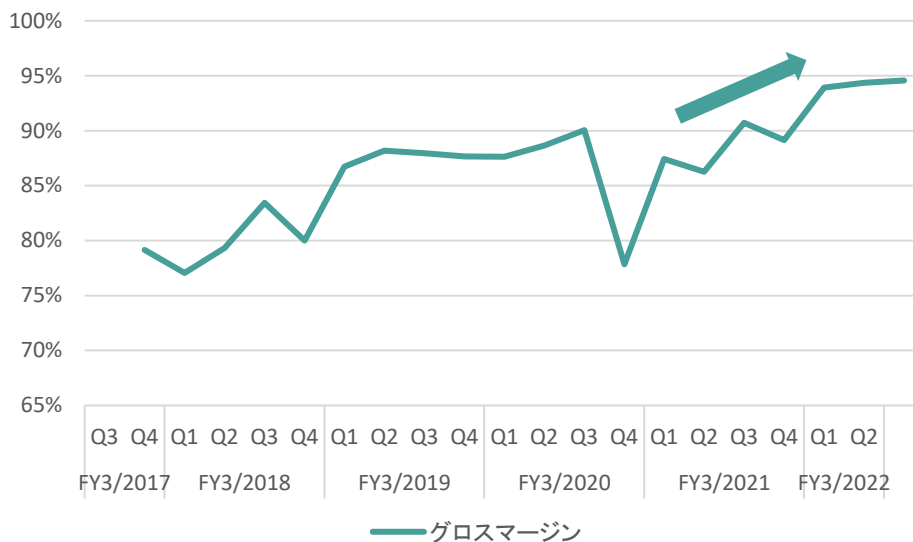
これにより、RevPARが2019暦年水準を17%下回るレベルでも、EBITDA 損益分岐点を維持できる収益構造を構築。

その他の実施対策:

- 競争力のある立地にあり、200 室以上の部屋数を有するホテル資産を取得し、運営的なスケールメリットを高め、売上構成比を向上させる。
- 競争力のあるホテルや、利益率の高いホテルのオープン。
- 不採算ホテルの閉鎖。

コロナ禍の影響で売上高は減少しているが、売上総利益率は改善傾向にあり(2022 年 3 月期第 1 四半期に過去最高の 94.6%を記録)、売上高が戻れば収益性は高まる見通し。

図表 4: 売上総利益率の推移 - 四半期ベース



出所: 会社資料

同業他社分析

ポラリスの同業他社として弊社が特定した企業群は、ホテルや寮の運営会社およびオーナー／運営者、会員制リゾートで構成されており、全般的に以下のような特徴を示す:

- 収益性は比較的低く、10 年間の平均経常利益率は 1.2%。ただし、過去 12 カ月の経常利益水準は過去の水準よりも大幅に低下しており、回復の余地があることを強く示唆。
- 規模が大きい大企業ほど収益性が高くなる傾向があり、事業拡大が重要。
- 今後の(1 年)EPS 予測では、12 か月前と比較して急激な低下が少なくなり始めている。ところどころで純利益の黒字化が見込まれる。所々でプラスの純利益への回帰が期待されています。
- 配当ベースの株主還元は限定的な傾向。

営業利益率は過去の水準に戻る大きな可能性がある

見込み EPS の減少幅が縮小したことは、見通しの改善を示す

主要な評価指標およびレバレッジ指標に関する同業他社分析

コード	企業名	時価総額 US\$(百万)	5年 平均 利回り	配当率		収益性				EPS 改訂		LEVERAGE		EV / EBITDA		PER		Price/Book		
				利回り LTM	配当 金 LTM	OPM 10年 平均	OPM LTM	ROE 10年 平均	ROE LTM	EPS の Δ	3カ月 Δ EPS FY1	12カ 月 Δ EPS FY1	純負 債/ 資本	純負 債/ EBITD A	12カ 月先	10年 平均	12カ 月先	10年 平均	PBR LTM	10年 平均
3010	Polaris Holdings Co., Ltd	54	0.0%	0.0%	0.0%	-9.5%	-37.2%	-78.1%	na	na	na	na	na	-4.7x	na	na	na	na	-2.5x	9.5x
9616	Kyoritsu Maintenance Co., Ltd.	1,365	1.1%	0.5%	-9.3%	5.9%	-7.7%	8.0%	-11.8%	-29.7%	-64.8%	-92.4%	1.8x	-25.3x	24.2x	13.6x	41.5x	22.5x	2.3x	2.1x
4681	Resorttrust, Inc.	1,798	2.2%	1.6%	-30.7%	10.8%	6.0%	9.0%	-8.9%	12.6%	17.9%	-38.0%	0.6x	2.7x	11.5x	9.9x	26.5x	17.8x	2.0x	2.1x
9708	Imperial Hotel Ltd	960	0.7%	0.2%	-2.2%	1.0%	-40.6%	1.9%	-22.5%	0.0%	-55.7%	-231.4%	-0.7x	3.8x	37.8x	33.7x	-105.3x	41.7x	2.6x	2.4x
9722	Fujita Kanko Inc.	255	0.9%	0.0%	0.0%	-9.5%	-60.5%	-4.0%	64.3%	0.0%	0.0%	427.1%	0.5x	-1.4x	11.0x	23.3x	40.1x	43.1x	1.5x	2.2x
9713	Royal Hotel, Ltd.	104	0.0%	0.0%	0.0%	-3.8%	-56.4%	2.1%	-67.0%	na	na	na	4.6x	-4.8x	na	na	na	na	-1.6x	13.2x
6565	ABHOTEL Co., Ltd.	143	0.3%	0.1%	7.1%	22.4%	7.0%	14.4%	3.4%	0.0%	0.0%	273.2%	1.5x	7.9x	na	15.0x	na	29.2x	2.7x	4.5x
5261	Resol Holdings Co., Ltd.	202	1.4%	1.2%	20.4%	4.7%	7.8%	6.9%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2x	5.6x	na	na	na	na	1.9x	1.6x
6076	Amaze Co., Ltd.	114	2.6%	2.3%	192.5%	16.9%	10.3%	17.4%	1.4%	0.0%	0.0%	-33.3%	1.2x	5.3x	na	na	na	9.5x	1.1x	1.8x
9723	Kyoto Hotel, Ltd.	66	0.4%	0.0%	0.0%	-3.4%	-49.6%	-19.7%	-73.0%	na	na	na	8.2x	-9.1x	na	na	na	23.0x	19.6x	5.6x
6547	Greens Co. Ltd.	60	1.6%	0.0%	0.0%	-4.4%	-45.2%	-34.1%	na	143.5%	143.5%	212.3%	-3.6x	-2.2x	na	6.3x	6.6x	10.1x	-1.6x	1.8x
9704	Agora Hospitality Group	59	0.0%	0.0%	0.0%	-9.6%	-41.5%	-5.3%	-22.5%	na	na	na	0.8x	-5.4x	na	na	na	na	1.2x	1.1x
9720	Hotel Newgrand Co., Ltd.	40	0.6%	0.0%	0.0%	-5.5%	-20.7%	-18.3%	-37.0%	0.0%	na	na	2.5x	-8.9x	na	na	na	na	3.5x	1.0x
単純平均			0.9%	0.5%	13.7%	1.2%	-25.2%	-7.7%	-14.7%	14.0%	5.1%	285.0%	1.1x	-2.8x	21.1x	17.0x	1.9x	24.6x	2.5x	3.8x

出所: FactSet

歴史的に収益性が低い - 小規模プレーヤーは収益性が低い傾向



グループ構成

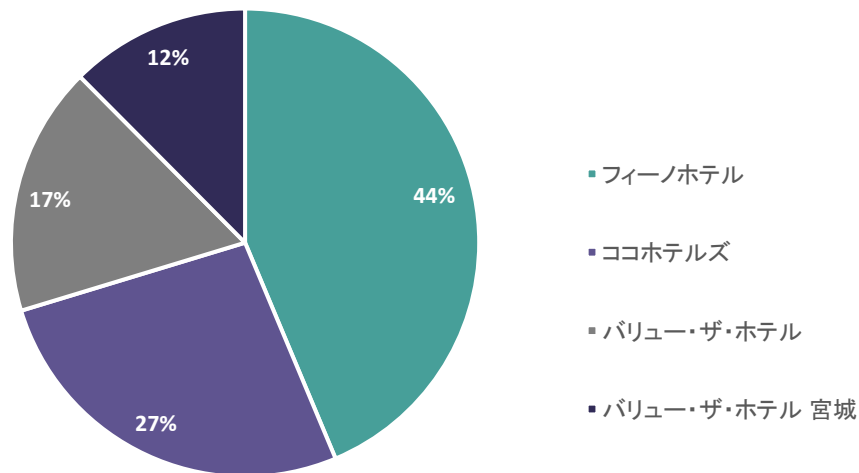
ポラリス・ホールディングスのグループ企業は以下の通り:

グループ企業

子会社	グループ会社の状況	出資金	概要
株式会社フィーノホテルズ	連結子会社	100.0%	ベストウエスタンホテルの管理運営
株式会社ココホテルズ	連結子会社	100.0%	KOKO HOTEL のホテル運営
株式会社衣浦グランドホテル	連結子会社	100.0%	ホテル経営
株式会社バリュー・ザ・ホテル	連結子会社	100.0%	ホテル経営
株式会社バリュー・ザ・ホテル宮城	連結子会社	100.0%	ホテル経営
株式会社プレミアムリゾートオペレーションズ	連結子会社	86.36%	ホテル経営
株式会社ベストウエスタンホテルズジャパン	連結子会社	100.0%	フランチャイズ事業
朝里川温泉開発株式会社	連結子会社	100.0%	不動産開発
合同会社東北早期復興支援ファンド 2号	連結子会社	100.0%	不動産信託受益権管理業務
合同会社バリュー・ザ・ホテルファンド	連結子会社	100.0%	不動産信託受益権管理業務

出所: 会社資料

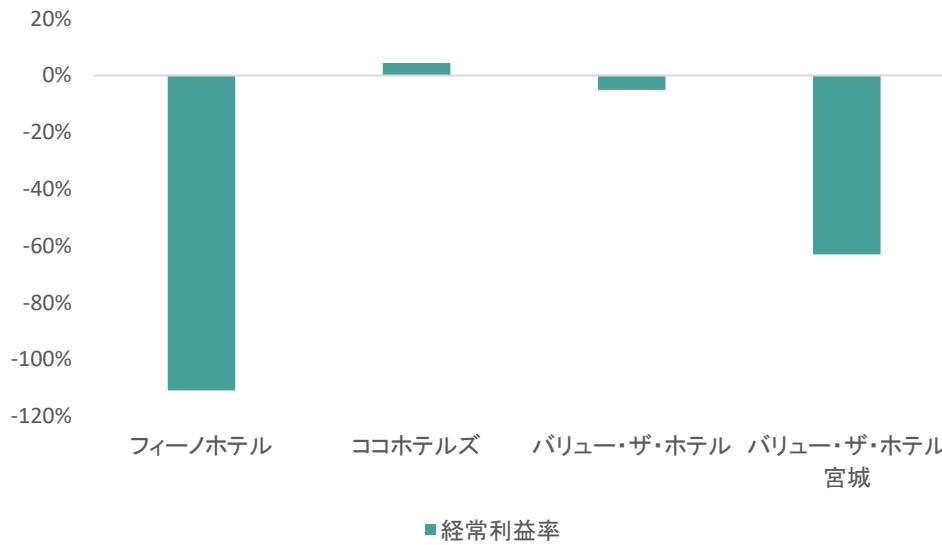
図表 5: 2021 年 3 月期 主要グループ企業別売上高構成比



出所: 会社資料

厳しい取引環境にもかかわらず、低リスクの運営委託契約による KOKO HOTEL は、当期において採算水準を達成した。

図表 6: 2021 年 3 月期 主要グループ企業別経常利益率 FY3/2021



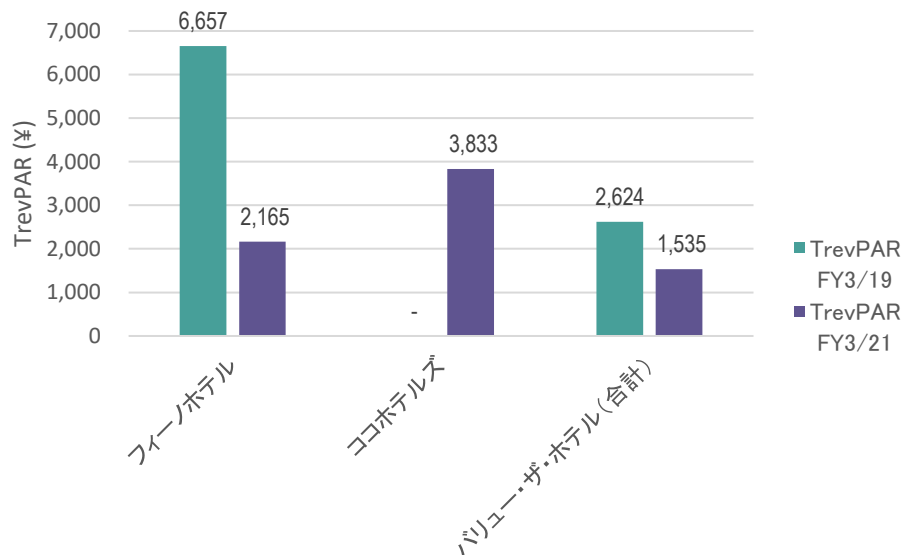
出所: 会社資料

販売可能 1 室あたりの総売上高見込み

各社の開示資料から、販売可能一室あたり総売上高 (TrevPAR) を以下のとおり推計した:

- ホテルを運営するグループ企業の 2019 年 3 月期および 2021 年 3 月期の売上高合計。
- 利用可能な客室。

図表 7: ホテル事業の TrevPAR 推計値—2019 年 3 月期 vs 2021 年 3 月期



出所: 会社資料

注: 1) ファイノホテルは衣浦グランドホテルを含む 2)** バリュース・ザ・ホテルは、バリュース・ザ・ホテルとバリュース・ザ・ホテル宮城の子会社を合算したもの

弊社計算で目立った点は以下のとおり:

- フィーノホテルズは TrevPAR が前年比 67%減、バリュー・ザ・ホテルは前年比 41%減となった。
- ココホテルズの 2021 年 3 月期の推定 TrevPAR は、グループ内で最も高く、売上構成比の改善に寄与している。

スターアジアグループ LLC

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、株式の 73.05% を有する筆頭株主である。ポラリスのスポンサーとして資金や経営リソースを提供し、KOKO HOTEL のさらなる開発、成長に協力している。

スターアジア不動産投資法人(3468)

スターアジア不動産投資法人(SAIC)は、総合型の上場 J-REIT である。スターアジアグループのスポンサーの下、SAIC は 2015 年 4 月の IPO 時の 620 億円から 2021 年 8 月には 1,800 億円まで着実かつ漸進的に資産を増大させた。スターアジアグループは、SAIC とさくら総合リートの前例のない合併など、創造的で付加価値の高い成長戦略を実施し、投資家の運用益を最大化することを目指している。SAIC は、2021 年 12 月に完全変動賃料型で開業した「KOKO HOTEL 大阪なんば」のオーナーである。

スターアジアグループ

要旨

ポラリスの取締役でもある増山太郎とマルコム F.マクリーン 4 世が 2006 年に設立したスターアジアグループは、日本の不動産および不動産関連資産に特化した独立系ファンド運用会社である。設立以来、スターアジアグループは 9,400 億円以上の投資を行い、現在の運用資産は 4,000 億円を超えている。スターアジアグループの役員、従業員数は合わせて 371 名、うち、55 名以上が金融、投資、不動産、ホスピタリティの専門知識を持つプロフェッショナルで、主に日本および米国に勤務。スターアジアグループの持つ優れた実績と投資家と長期的なパートナーシップを重視するアプローチは、洗練されたグローバルな投資家から資金を募集するのに不可欠であり、これまでに米国の大規模な大学基金、財団、政府系ファンド、日本や欧州の年金基金、米国やアジアに拠点を置くファミリーオフィス、さらにはグローバルな不動産投資家から資金を調達している。

グループ構成

スターアジアグループは、以下の事業分野と企業で構成されている。

スターアジアグループ - 事業分野と企業

Business line	Company	Detail
プライベートファンド運用	スターアジア・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> ・米国 SEC に登録された投資アドバイザー ・旗艦ファンドである Star Asia Japan Special Situations などの民間ファンドを運用 ・他のグループ会社のスポンサーとなり、戦略的・技術的アドバイスやリーダーシップのリソースを提供し、サポート
資産管理	スターアジア・アセット・アドバイザーズ	<ul style="list-style-type: none"> ・金融商品取引業として(第二種金融商品取引業、投資助言・代理業、投資運用業*)関東財務局に登録 ・同社、スターアジアグループ企業および第三者に対する資産管理、プロパティマネジメント、仲介サービスの提供
不動産開発	スターアジア総合開発	<ul style="list-style-type: none"> ・同社、スターアジア不動産投資法人、その他スターアジアグループ各社に開発ノウハウやパイプラインを提供
上場 REIT	ターアジア不動産投資法人(TSE: 3468)	<ul style="list-style-type: none"> ・スターアジア投資顧問が運営。 ・金融商品取引業登録(投資運用) ・運用資産 1,770 億円の総合型 JREIT(2021 年 7 月現在)
上場ホテル運営会社	ポラリス・ホールディングス(TSE: 3010)	<ul style="list-style-type: none"> ・スターアジアグループがスポンサー ・ホスピタリティ施設の開発・運営を手掛け、現在日本全国で 31 ホテル、5,305 室を運営(2021 年 9 月現在)。

出所: スターアジアグループ

ビジネスモデル

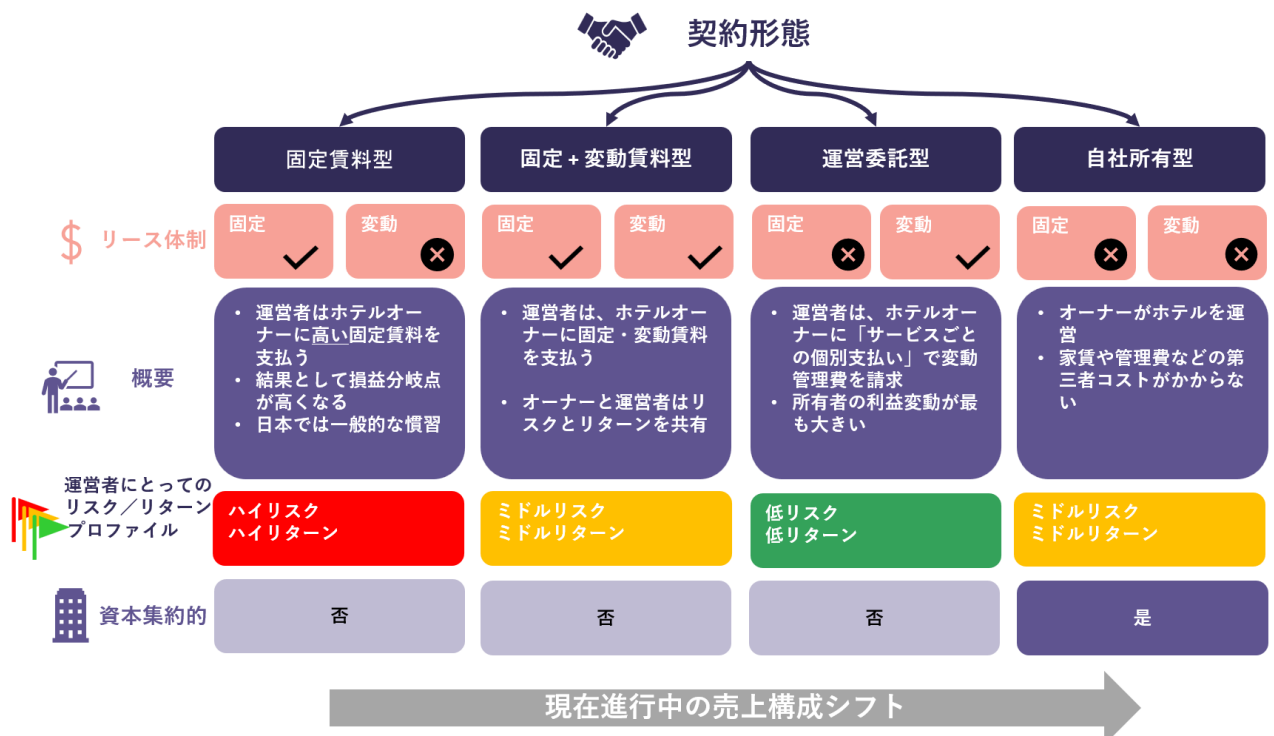
ホテル運営

ホテル運営事業には、運営契約に基づく4つの収益モデルがあり、主な違いはリース体制と、それがリスク/リターンプロファイルに与える影響である。それを踏まえ、同社の重要な戦略は以下のとおり:

- 長期固定賃料型から変動賃料型および/または運営委託型契約への移行
- ホテル市場の低迷とスターアジアグループの豊富な経験やネットワークを活用し、「自社所有型」のホテルを増やす。これにより、第三者への賃料支払い債務が軽減され、将来的に大きなキャピタルゲインが期待できる。

上記の取り組みにより、事業全体の売上構成が改善され、リスクも軽減できる。この取り組みの実施にあたり、スターアジアグループがスポンサーである点は同社の強みである。

図表 8: 契約形態別の収益モデルとリスク/リターンプロファイル



出所: 会社資料

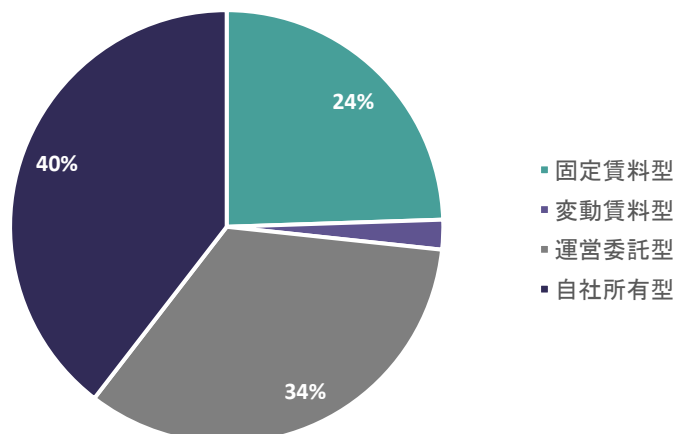
現在のホテルのラインナップ分類は以下のとおり。ポラリスは、コロナ禍において、需要回復に先駆け、利益を最大化するために、ポートフォリオの再構築を積極的に行っていることが見て取れる。

契約タイプ別ホテルと客室

固定賃料型	客室数	変動賃料型	客室数	運営委託型	客室数	自社所有型	客室数		
BW 大阪塚本	105	KOKO HOTEL 大阪 なんば(完全変動賃 料・2021年12月開 始)	100	BW 大阪心斎橋	179	BW Plus 福岡天神南 (2021年3月開始)	236		
BW 札幌大通公園	60			BW 沖縄恩納	64	VTH 東松島矢本	407		
BW Plus ホテルフィーノ 千歳	154			BW 沖縄幸喜	49	VTH 仙台名取	314		
BW Plus ホテルフィーノ 大阪北浜	129			KOKO 銀座 (2020年 9月開始)	305	VTH 古川三本木	495		
BW ホテルフィーノ東京 赤坂	87			KOKO 札幌 (2020年 9月開始)	224	KOKO 築地 銀座 (2021年9月開始)	188		
BW ホテルフィーノ新横 浜	108			KOKO 福岡 (2020年 9月開始)	159				
VTH 石巻	82			KOKO 広島 (2020年 9月開始)	250				
VTH 樽葉木戸駅前	107			KOKO 鹿児島 (2020 年9月開始)	295				
衣浦グランドホテル	165 108								
運営終了 BW 名古屋 - 12月 2021	140								
契約変更 Fino Hotel 札幌大通 - 12月2021	145						Fino Hotel 札幌大通 2021年12月開始	145	
総客室数	1,105			総客室数	100	総客室数	1,525	総客室数	1,785
								総合計*	4,515

出所: 会社資料 (* 2022年度3月期上半期決算発表時総計 4,515)

図表 9: 契約形態別運営客室数の構成



出所: 会社資料



最近の動向

021 年 12 月の主な同行は以下のとおり:

- ベストウェスタン名古屋の閉鎖(固定賃料型)。
- フィーノホテル札幌大通を購入し、運営を固定賃料型からオーナー兼オペレーター型事業モデルに変更。この資金はポラリスの自己資金に加えて、借入金 24 億 5,900 万円と SAO からの出資金 1,000 万円により賄われた。
- スターアジア不動産投資法人(3468)より、「KOKO HOTEL 大阪なんばを完全変動賃料型のリース契約にて運営。

不動産

不動産の賃貸、売買、開発は、ホテル運営事業に比べるとマイナーな規模である。ここでの目的は、代理店として手数料業務を運営し、開発、改修プロジェクトに関する機会の評価である。

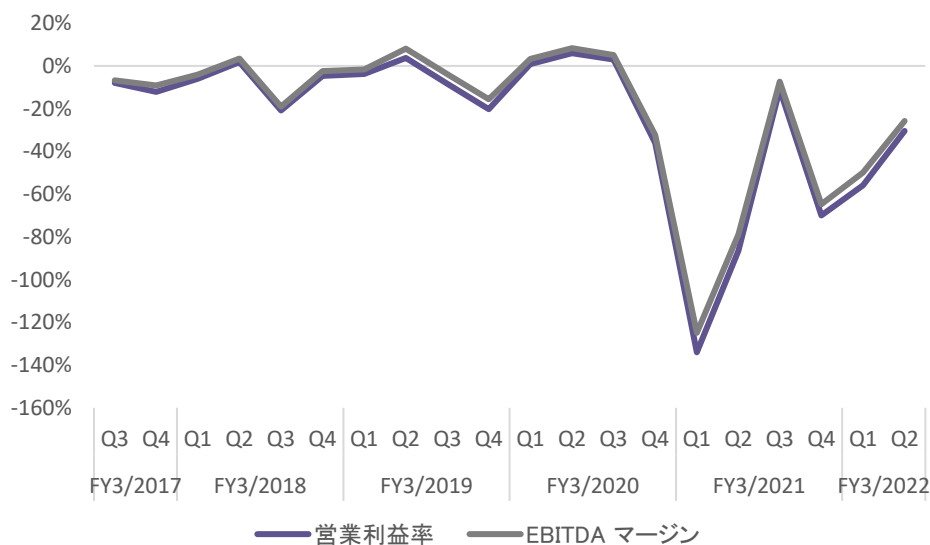
最近の傾向

- 2021 年 3 月期第 3 四半期以降、このセグメントでの収益計上はなし。
- 同社は、2022 年 3 月期第 1 四半期のホテル資産含み益が 22 億 4,000 万円となる見込みと公表。

セグメント別最近の四半期収益性の傾向

四半期ごとの売上総利益率は着実に改善していることが見て取れるが(図 10 参照)、厳しい環境下にあるため、売上高の伸びは限定的。これはコロナ禍が継続していることを考えると、四半期ごとの収益性の傾向は依然としてマイナスの領域にあることを意味している。

図表 10: 四半期ごとの収益性推移 - 営業利益率と EBITDA 利益率



出所: 会社資料

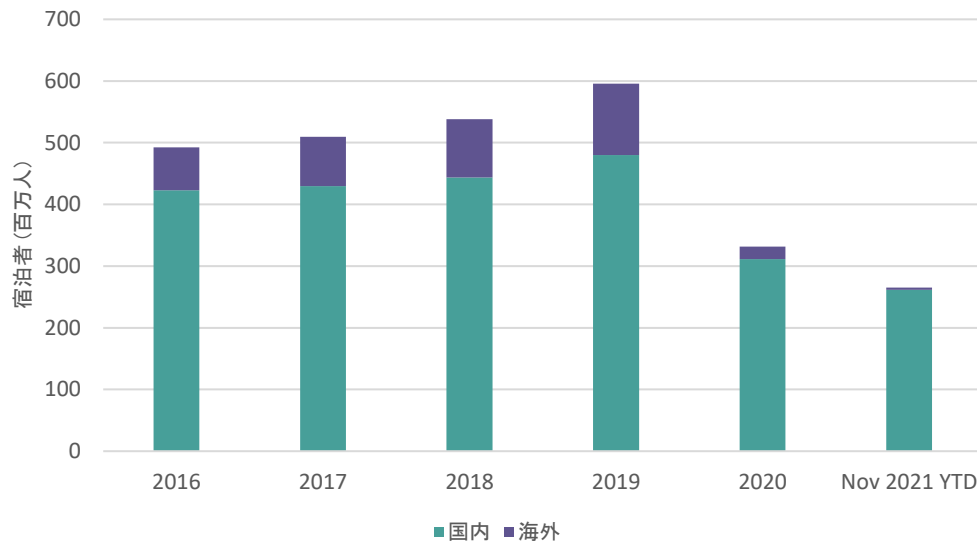
対応可能な市場

コロナ禍以前の日本の観光産業に関するデータを振り返ることで、正常な市場環境がどのようなものであるかを知ることができる。参考までに、以下のような過去のデータを確認してみる：

- 年間宿泊者数(国内旅行者と海外旅行者の割合)。
- 稼働率。
- 海外旅行者の居住場所。

観光庁のデータによると、ホテル、宿泊業は 2019 暦年にピークを迎え、宿泊客数はほぼ 6 億人に達し、19.4%が海外からの観光客だった。2021 年 11 月の年初来の数字は、以前として低調に推移。

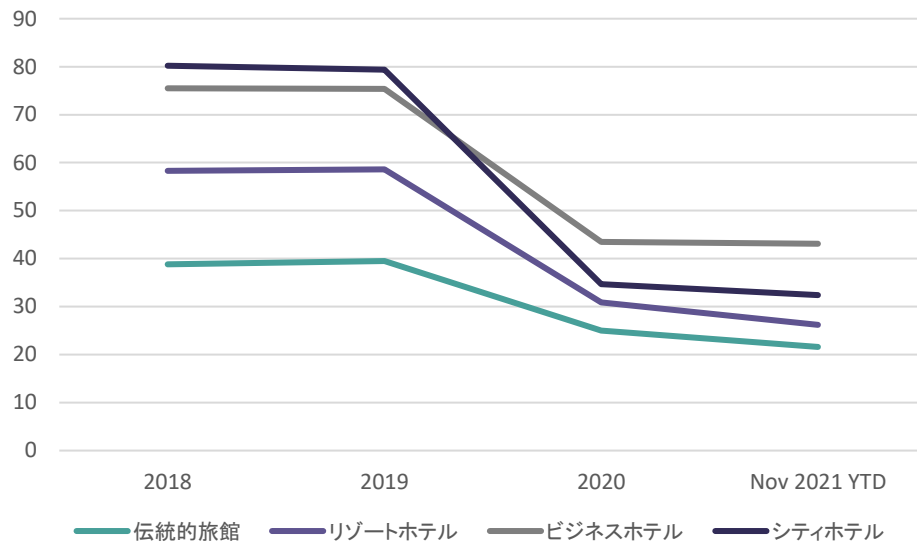
図表 11: 宿泊客数の推移



出所: 観光庁

2021 年 11 月の年初来の稼働率も依然として低い。ポラリスは比較的ビジネスホテル要素が高く、リゾートホテルなどの形態に対して相対的に支持的な稼働率が維持されている。

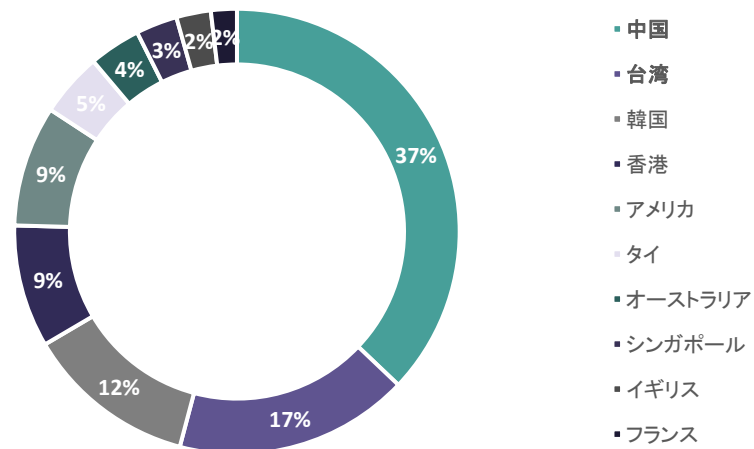
図表 12: 施設タイプ別客室稼働率の推移



出所: 観光庁

インバウンド観光は過去 10 年間、アジアからの訪問者が大きく牽引してきた。2019 暦年の分析結果によると、中国と台湾が日本への観光客の上位 2 位となっている。

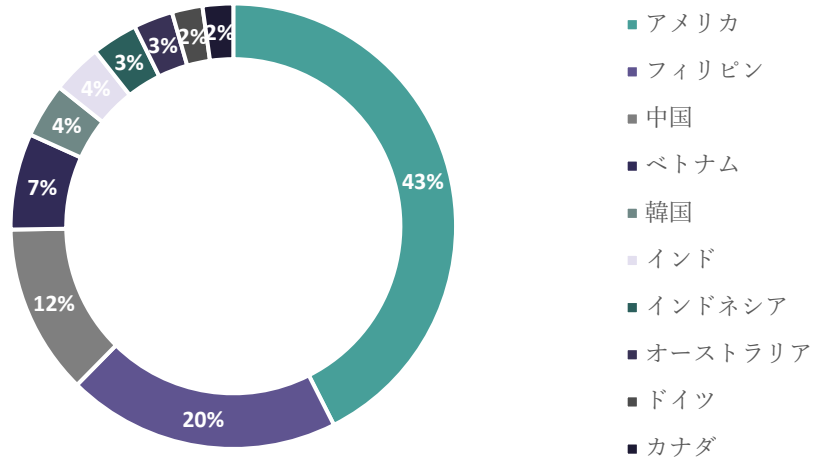
図表 13: 国籍(出身地)別外国人延べ宿泊者数シェア 2019 年



出所: 観光庁

2021年11月のデータを見ると、国別観光客の分析結果は2019年のピーク時から大きく変化し、中国が12%のシェアで3位に後退した。

図表 14: 国籍(出身地)別外国人延べ宿泊者数シェア- 2021年11月

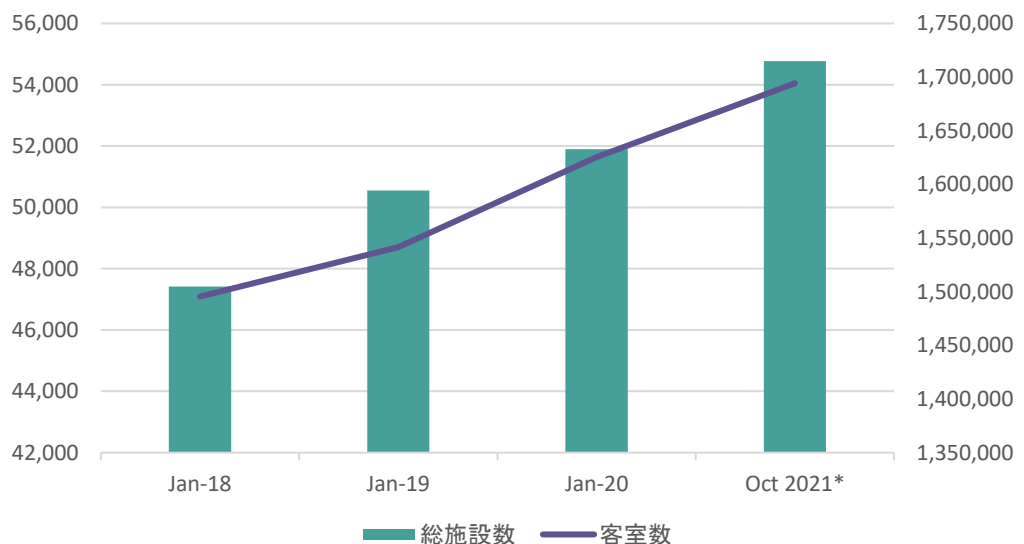


出所: 観光庁

いまだ増え続ける業界の供給

東京オリンピックに向けて、ホテル建設が大幅に進んだ。メトロエンジンリサーチのデータによると、日本の宿泊施設数は複合年間成長率 4.3%、利用可能客室数は同 4.9% (2018年1月～2021年10月)で成長中とのことである。

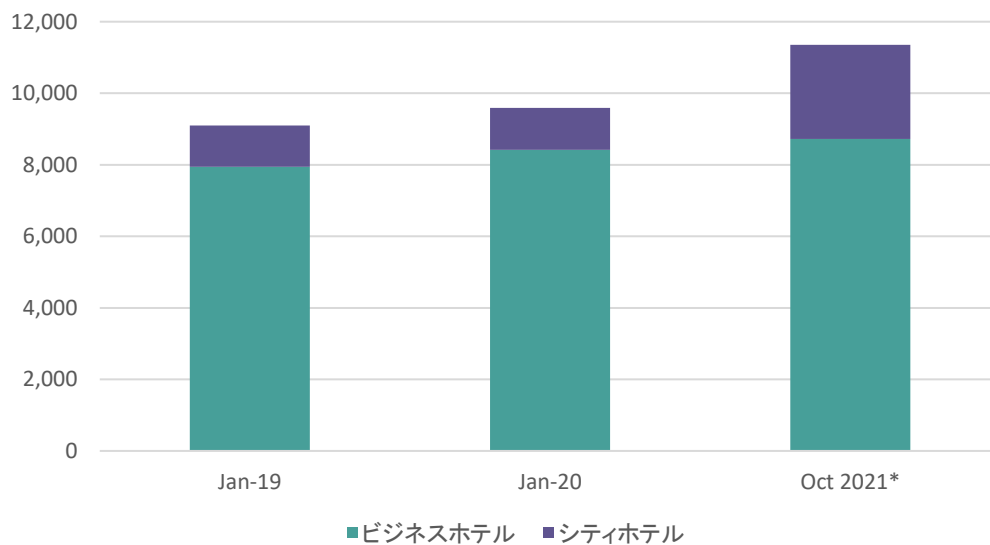
図表 15: 日本全国の宿泊施設数



出所: HotelBank, Metroengine Research

また、ポラリスの主要市場であるビジネスホテルやシティホテル(サービスやアメニティの充実度が高い)は、2019年以降、複合年間成長率 5%程度で上昇していることにも注目した。

図表 16: カテゴリー別ビジネスホテル・リゾートホテル数



出所: HotelBank, Metroengine Research

このことから、以下のように推測:

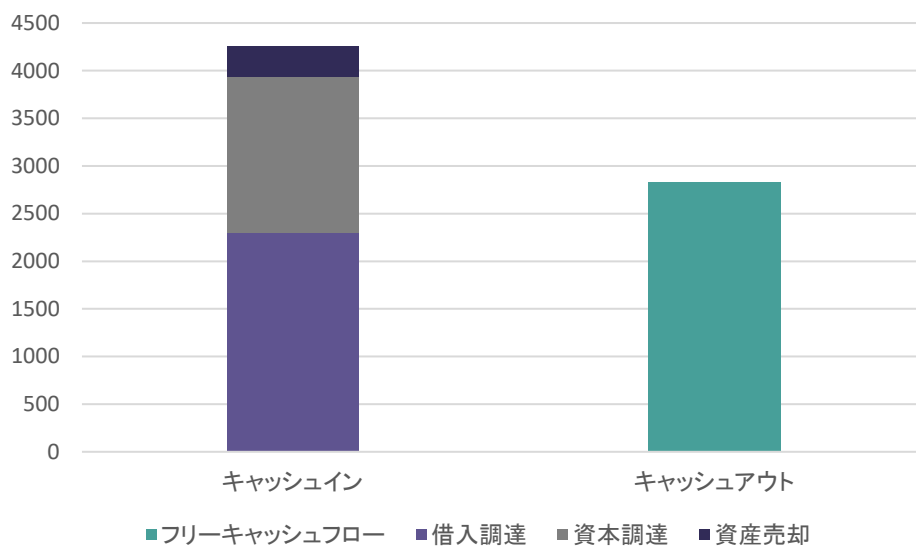
- 供給は依然として増加中。しかし、ポラリスの経営陣によると、コロナ禍のホテルが漸増したのは、コロナ禍以前に計画されていたホテル開発のパイプラインが完成したものだと思われる。現在は、開発業者がプロジェクトの収益性とその実現可能性を再評価しているため、ホテルの新築は大幅減少傾向となっており、新規ホテルの短期的な供給は非常に限定的だと考えられる。
- 宿泊客数がコロナ禍以前の水準に回復し、稼働率が上昇するまでは、宿泊客の選択肢は広がり、潜在的に交渉力が高まることになるとと思われる。

資本配分

2021年3月期までの過去5年間のポラリスの累積資本配分実績は以下のとおり:

- フリーキャッシュフローの創出は一貫しておらず、過去5年間のうち3年間はキャッシュバーンとなっている。
- 借入と資本調達の発行が必要となり、後者はスターアジアグループの登場に伴い、実現している。
- 借入の増加は、主に2021年3月期の長期借入金の借換えによるもの。

図表 17: 過去5年間累計年間の資本創出額と配分額



出所: 会社資料

債務残高

2021年3月期時点で、同社の負債内訳は以下の通り。

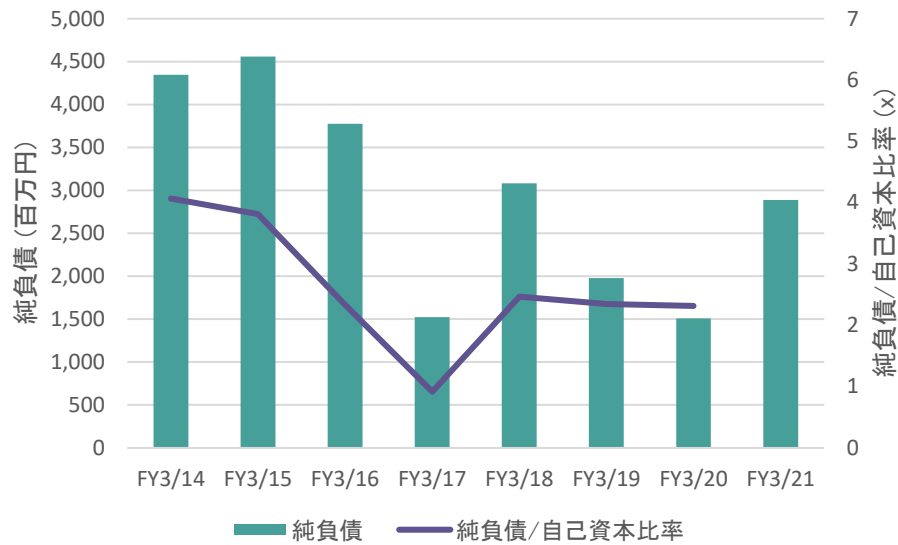
借入金等明細表

区分	当期首残高 (¥m)	当期末残高 (¥m)	平均利率(%)	返済期限
短期借入金	746	693	1.47	-
1年以内に返済予定の長期借入金	372	367	2.10	-
1年以内に返済予定のリース債務	16	28	-	-
長期借入金(1年以上に返済予定)	1,013	1,628	1.75	2022 - 2030
資本性劣後借入金	-	950	0.50	2040
リース債務(1年以上に返済予定)	187	169	-	2022 - 2027
其他有利子負債	225	112	-	2021 - 2025
計	2,561	3,939	-	-

出所: 会社資料

2022年3月期上半期時点での転換社債の発行残高は9億円(2020年発行、当初発行額15億円)となっている。

図表 18: 純負債/自己資本比率の推移



出所: 会社資料

注: FY3/2021 は自己資本がマイナスであった

経済バランスシート

同社バランスシート(JGAAPに基づく報告)に開示されていない、日本の会計では認識されない価値の内容は以下のとおり:

- 同社は、棚卸資産に関する含み益 22 億円を開示。その内訳は、以下のとおり:
 - ベストウェスタンプラス福岡天神南の購入に伴い、不動産鑑定評価上、20.7 億円の含み益を有する。
 - ポラリスはスポンサーと共同で、KOKO HOTEL 築地銀座を割安な価格で購入し、合計 19 億 4000 万円の含み益を有しており、ポラリスの出資比率の 6.9%は 1 億 3,000 万円に相当する。
- 2020 年 10 月に日本政策金融公庫から新型コロナ対策資本金性劣後ローンとして、期間 20 年、当初金利 0.5%で 9 億 5,000 万円の融資を受けた。同借入は、金融機関の財務評価上、資本に分類が可能。

上記の結果、同社は現在の時価総額の 46%に相当する 31 億 5,000 万円の簿価を追加保有していると見なすことができる。

最近の業績

2022年3月期上半期業績

主要財務データ

JPY(百万)	H1 FY3/2021	H1 FY3/2022	Growth YoY (%)
売上高	852	1,754	+105.8
営業利益/(損失)	(914)	(728)	N/A
営業利益率	-107%	-41%	
経常利益/(損失)	(982)	(778)	N/A
親会社株主に帰属する純損失	(1,071)	(792)	N/A

出所: 会社資料

事業セグメント別 (事前消去)

JPY(百万)	H1 FY3/2021	H1 FY3/2022	Growth YoY (%)
売上高			
ホテル事業	819	1,753	+114.0
不動産事業	33	1	-96.9
営業利益/(損失)			
ホテル事業	(812)	(572)	N/A
不動産事業	4	(13)	N/A
営業利益率			
ホテル事業	-99.1%	-32.6%	
不動産事業	12.2%	N/A	

出所: 会社資料

2022年3月期上半期の業績で目立った内容:

- ホテル運営ー売上高は前年比 114%と好調に推移した。前年同時期から見て、ベストウェスタンブランドで3棟、フィーノブランドで1棟、及び KOKO HOTEL ブランドで7棟の計11棟のホテルが新規にオープンした影響である。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リース契約再交渉やコスト削減努力、ホテルの一時閉鎖などにより、前年比で減少した。
- 経営陣は、以下の内容を含む経営効率の改善に注力している:
 - 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。
 - 賃貸料の値下げ交渉。
 - 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。



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。



中期計画

目標

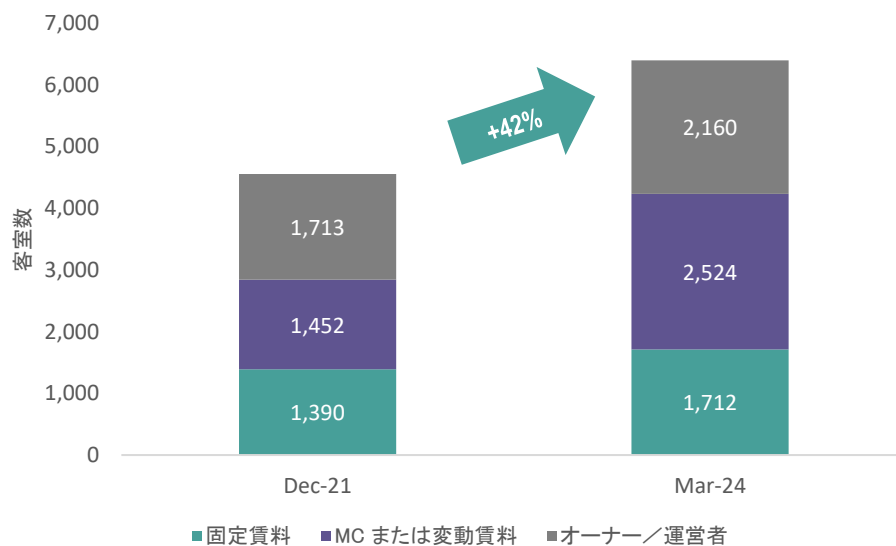
ポラリスは、2024年3月期の目標として以下を発表：

- EBITDA 22 億 6000 万円
- ROE(自己資本利益率) 15%

主な推進要因は次のとおり：

- 運営するホテル室数を 2021 年 12 月末時点の 4,515 室から、6,396 室(34 ホテル)へと拡大。

図表 19: 契約形態別運営客室数の推移



出所: 会社資料

- リスクの低い運営委託契約(MC)や変動賃料型契約が 2024 年 3 月期には 39% (2021 年 12 月期時点では 32%)と、運営ホテルの契約形態の中で最大割合になるよう契約構成のシフトを目指す。

ホテル買収

経営陣はオーナー兼オペレーター型事業モデルにおける客室数を増やしたい意向を有している。同社のメインとなるビジネスモデルには、ホテル事業と並んで不動産事業を掲げており、流動性の高い不動産として取得することを想定している。

留意すべきなのは、日本では、引き続き外国人に対する入国制限や国民の経済／社会活動が制限されているため、日本のホテル市場におけるストレスが続いていることである。このような状況下、ポラリスは、スターアジアグループの広範なネットワークと資金力を最大限に活用し、競争力のあるホテルを、大幅なディスカウント価格で取得する機会がさらに創出できるだろう。

株主還元

配当

2009年3月期以降、特筆すべき配当は行っていない。

現在のところ復配の予定はないが、健全な財務基盤を構築し、資本が有効に活用できるようになれば、配当の検討も可能である。

自社株買い

正式な方針はないが、スポンサーであるスターアジアグループが、ステークホルダーの価値を最大化することに重点を置く企業文化を持っていることは特筆に値する。

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2019暦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考えている。
- **営業利益率**—販売量の増加、販売構成の変化、コスト構造の縮小により、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／運営者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	ソラーレホテルズ&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	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・ジャパン取締役就任
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	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

アストリス クオンツシート

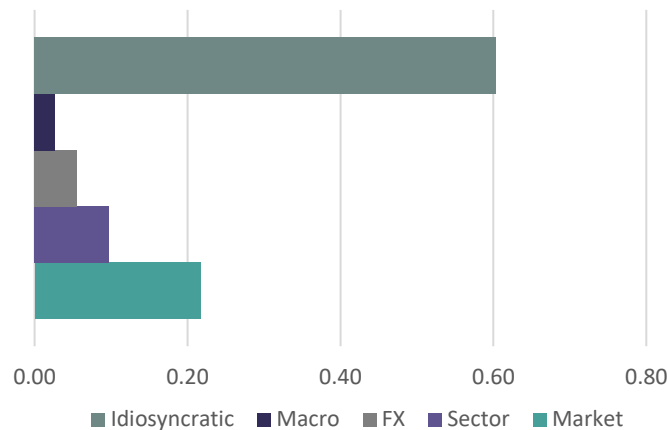
株価チャート・ファクター分析



出所: FactSet

要因	1 year Corr	3 year Corr
モメンタム: 12ヶ月-1ヶ月のパフォーマンス	-0.27	-0.19
性質: ROE、資産へのキャッシュフロー、負債/資産	-0.30	-0.29
成長: OPの成長、資産の成長	-0.30	-0.43
価値: 簿価時価比率	-0.17	-0.26

パフォーマンスドライバー



出所: FactSet

要因	3 Year Corr	10 Year Corr
Topix REIT	0.33	0.27
Topix 1部	0.48	0.34
Topix 2部	0.49	0.51
Topix 小型株インデックス	0.49	0.46
MSCI ジャパン	0.47	0.32



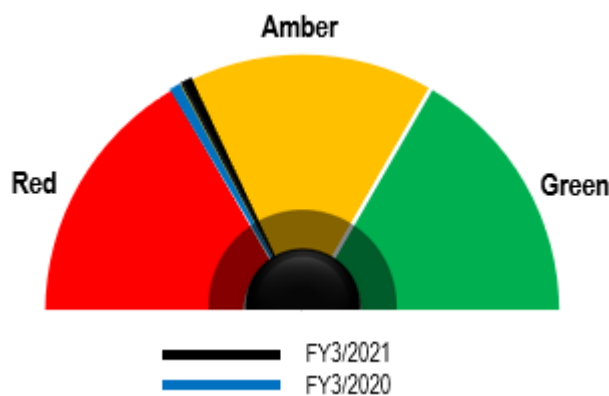
アストリス-サステナビリティ ESG 評価

評価とスコアカード

弊社の社内モデル「アストリス-サステナビリティ ESG モデル」の評価では、ポラリスのスコアは 34.5%となり、2021 年 3 月期評価は「アンバー」と位置づけられる。進行方向性はプラスで、32.9%で「アンバー」評価のボーダーラインだった 2020 年 3 月期から上昇した。

弊社独自の метод論*により、測定可能な ESG の中核的要因として選定したものを、時価総額 2 億 5 千万米ドル以下の国内の世界産業分類基準 (GICS) の同業他社と比較して、そのパフォーマンスをランキング。

図表 20: Astris-Sustainability ESG model rating for Polaris Holdings



出所: Astris Advisory (*Note – for details of our in-house rating system please contact Astris Corporate Advisory)

ESG スコアカード

環境 (3 要素)	2020 年 3 月期	2021 年 3 月期
アストリス環境スコア	N/A	N/A
業界ランク	N/A	N/A
社会性 (7 要素)		
アストリス社会性スコア	N/A	N/A
業界ランク	N/A	N/A
ガバナンス (34 要素)		
アストリスガバナンススコア	42.5	44.6
業界ランク	5 out of 18	5 out of 18
トータルスコア	32.9	34.5

出処: 当該企業、ファクトセット、アストリスアドバイザー

弊社方法論で強調している重要トピックは以下のとおり:

環境

同社の方針開示なし。

社会

同社の方針開示なし。

ガバナンス

ポラリスのコーポレートガバナンス体制は、経験豊富なベテランを中心に構成され、取締役は合計 9 名である：

- 取締役会－高倉茂会長(元社長兼 CEO (7 年間))を中心に 9 名の取締役で構成。
- 監査等委員会－社外取締役 2 名と取締役 1 名(秋山耕一)で構成。2021 年 3 月期の出席率は 96%レベル。
- スターアジア・マネジメント・ジャパン－ポラリスの取締役および上級管理職の多くは、スターアジア・マネジメント・ジャパンに所属しており、取締役会では過半数となる 5 名が、社長兼 CEO を含め、経営陣の中でも主要な役割を務めている。
- 社外取締役－取締役 9 名中、2 名が社外取締役であり、3 名は業務執行取締役を兼任している。

また、四半期ごとに開催される梅木代表取締役社長を議長とする経営会議、および細野取締役を議長とするリスク・コンプライアンス委員会を設置している。

論争

同社およびその株主にとって財務上または評判上、重大な波紋を及ぼす可能性のある大きな論争は見つけることができなかったことに、弊社は注目している。

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／運営者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 フランチャイズ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フランチャイズの依存度は？
 - 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

Income statement (¥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	4.0
DPS (¥)	-	-	-	-	-
Dividend payout ratio (%)	-	-	-	-	-
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-
Free cash flow yield (%)	2.7	(52.0)	(115)	(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、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言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

