

# ポラリス・ホールディングス (3010)

明確な安定化の兆し

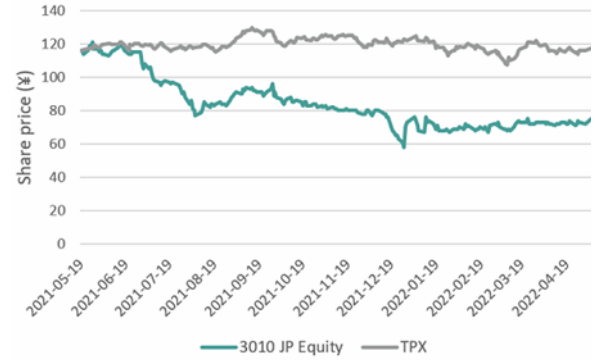
株価: ¥77

時価総額: ¥71 億

## 2022 年 3 月期業績速報

2022 年 5 月 18 日

- 2022 年 3 月期決算、アストリス予想を上回る:** ポラリスの 2022 年 3 月期連結売上高は当社の予想を上回る一方で、営業損失は予想を下回った。この結果は純粋にポジティブに捉えることができる。経営陣は引き続き全般的なコストの合理化に取り組む一方、攻めの姿勢を崩さず、新たなホテルの運営受託ならびに運営のみならずホテル資産の獲得を通じ、収益をあげている
- コアテーマは安定化:** 厳しい市況にもかかわらず、2022 年 3 月期決算の核となるのは、同社事業の安定化であると思われる。これは、四半期毎の売上総利益率の持続的な改善傾向、安定した収益額、そして特にスポンサーのスターアジアグループからの十分な有形・無形の支援という形で表れている。



出所: Bloomberg

## 需要拡大に対応

- 規模拡大に向け前進:** ポラリスは 2022 年 6 月から新たに 6 ホテルをフィー収入型の運営委託契約により運営することを、2022 年 4 月に発表した。当該契約締結後、ポラリスは 31 ホテル、5,706 室（前年比 26%増）を運営することになる。2024 年 3 月期までに運営室数を 6,396 室まで拡大するという目標に向け、着実に前進している。
- 心強い市場見通し:** 取引環境は依然として複雑であり、同社は 2023 年 3 月期の業績予想を開示していない。しかし、最近のホテル稼働率の推移からも分かるように、国内観光産業は緩やかな回復基調にあると思われる。日本政府観光局によると、2022 年 3 月の海外からの旅行者数は、コロナ禍前に比べると非常に低い水準ではあるものの、前年比 438%増と大きく持ち直してきている。岸田内閣は、2022 年 6 月以降、他の G7 諸国と足並みをそろえることを目指し、入国制限を緩和していくことを強調した。
- 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 30.2%（完全希薄化ベースでは 18.8%）の試算で取引されている。

### 株価パフォーマンス

	YTD	1mth	3mth	12mth
Abs (%)	+5.5	+6.9	+10.0	-33.6
Rel (%)	+11.5	+7.6	+12.3	-33.2

### 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)

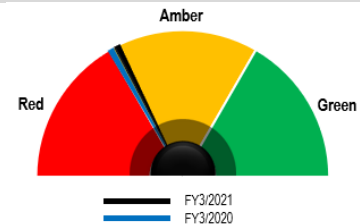
### Stock data

株価 (¥)	77
時価総額 (¥bn)	7.1
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	東証スタンダード
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、パリュウ・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

Q1 FY3/2022 決算発表 8 月 2022

Tel: +81 3 6868 8762

Email: [Corporateresearch@astrisadvisory.com](mailto: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)	2.97	3.71	4.82	12.03	12.03
営業利益 (¥bn)	(1.63)	(1.33)	(0.87)	1.93	2.05
純利益 (¥bn)	(2.10)	(1.83)	(1.05)	1.18	1.23
EPS (¥)	(37.83)	(25.98)	(11.52)	12.84	13.39
DPS (¥)	-	-	-	-	-
売上高伸び率 (%)	-45.5	+24.9	+29.8	+149.7	+0.0
営業利益成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	+6.3
純利益成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	+4.3
EPS 成長率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	+4.3
PER (x)	N/A	N/A	N/A	6.0	5.7
EV/EBITDA (x)	(9.9)	(14.0)	(23.2)	6.5	6.2
EV/売上高 (x)	4.9	3.9	3.0	1.2	1.2
PBR (x)	(9.0)	36.6	(14.4)	8.3	3.0
ROE (%)	N/A	(949.7)	N/A	137.8	52.0
ROCE (%)	(52.1)	(13.5)	(7.4)	12.3	10.4
FCF 利回り (%)	(46.6)	(144.2)	(7.2)	30.2	23.4
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月期累計業績

### 主要財務データ

JPY(百万)	FY3/2021	FY3/2022	増減率 (%)	アストリス FY3/2022 予想
売上高	2,972	3,712	+24.9	3,590
営業利益/(損失)	(1,627)	(1,332)	N/A	(1,440)
<b>営業利益率</b>	<b>-54.7%</b>	<b>-35.8%</b>		<b>-40.0%</b>
経常利益/(損失)	(1,685)	(1,623)	N/A	(1,590)
親会社株主に帰属する 純損失	(2,101)	(1,830)	N/A	(1,670)

出所: 会社資料

### 事業セグメント別 (事前消去)

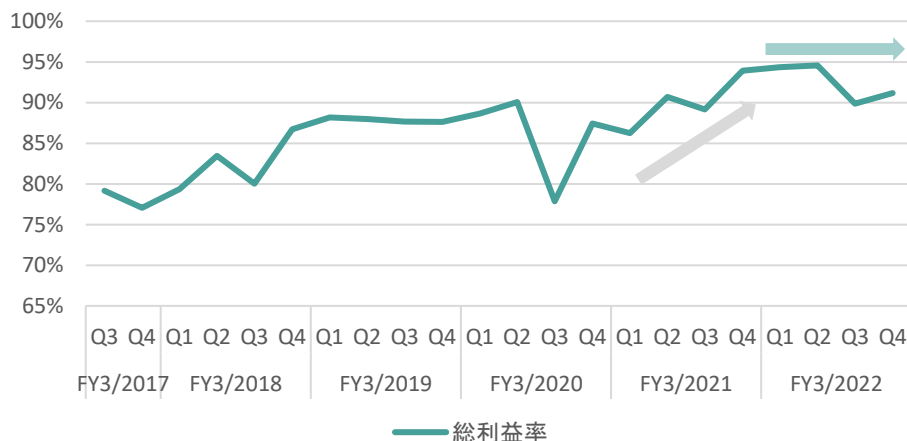
JPY(百万)	FY3/2021	FY3/2022	増減率 (%)
<b>売上高</b>			
ホテル事業	2,836	3,673	+36.4
不動産事業	135	39	-71
<b>営業利益/(損失)</b>			
ホテル事業	(1,385)	(1,070)	N/A
不動産事業	12	27	-53.4
<b>営業利益率</b>			
ホテル事業	-48.8%	-29.1%	
不動産事業	8.7%	68.6%	

出所: 会社資料

2022年3月期の業績は当社予想収益を上回る売上高となり、営業損失も予想より改善している。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契約再交渉や人件費の削減、または運営ホテルの一部休館などのコスト削減を実施したことにより、営業損失は前年比減となった。

注目は、売上総利益率が、2020年3月期の低下から2021年3月期にかけての回復を経て、2022年3月期は安定したことである。

図表 1: 売上総利益率の推移 - 四半期ベース

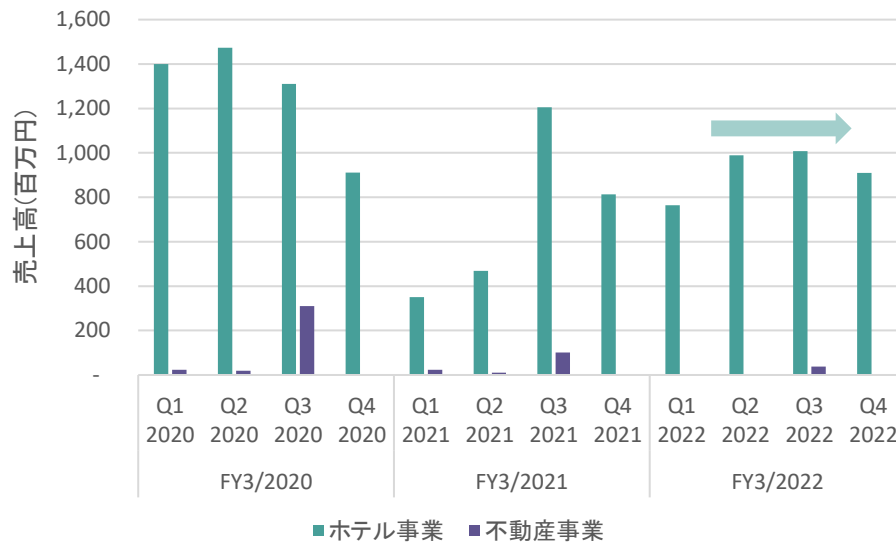


出所: 会社資料



ホテル事業の四半期売上高推移も、新規ホテルの受託増等による増加を踏まえても、2022年3月期第2四半期以降、安定的に推移している。

図表 2: 四半期売上高推移

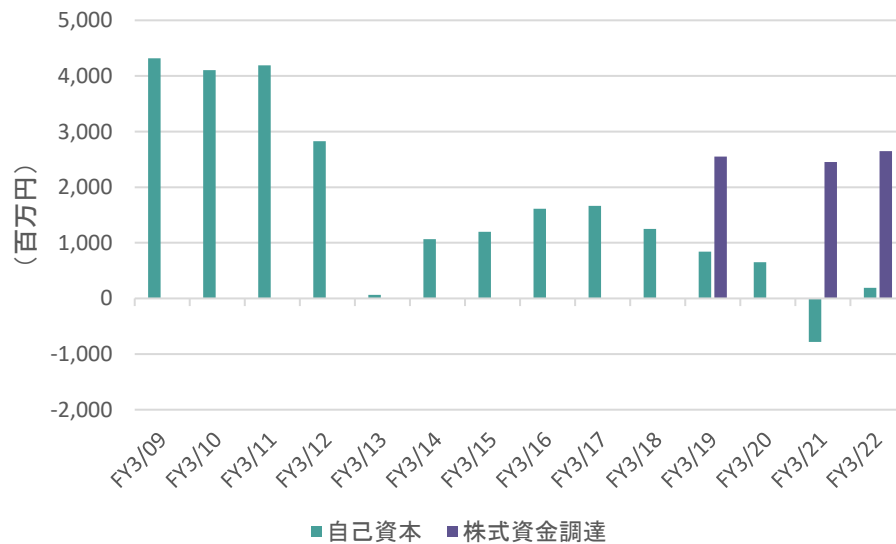


出所: 会社資料

## 資本基盤の強化

同社は、強固な財務基盤の構築というテーマがある。2022年3月期の株主資本はプラスであり、バランスシートを改善するために大幅な増資を行った結果である。

図表 3: 自己資本の推移 2008年3月期から2022年3月期



出所: 会社資料

注: 2021年3月期日本政策金融公庫から9億5000万円の資本性劣後ローン調達(2040年9月返済予定)を含む



資本増強を実施した結果、中長期的にプラスに転じると思われる。また、強固な財務基盤を構築する一環として、同社は以下の施策を実施している：

- メインバンクとの間で 2020 年 9 月に 6 億円のコミットメントラインに関する契約を締結。
- 2020 年 7 月発行の新株予約権付転換社債(当初元本 15 億円)のうち、6 億円は既に普通株式に転換済み。残額 9 億円の転換が進めば、株主資本は増加。
- 2020 年発行の新株予約権が行使されれば、株主資本は 14 億 4,200 万円増加。
- 2021 年 11 月発行の新株予約権が行使されれば、株主資本は 31 億 2,700 万円の増加。

スターアジアグループは、ポラリスの 73.05%を所有するスポンサーであり、同社はポラリスのスポンサーとして、多大な資金と経営のリソースを提供している。スターアジアグループは、自社のグループの強みを活用したポラリスとの協業に取り組む中で、新規ホテルの投資計画や双方の強みを生かした事業展開に意欲的であると考えられ、ポラリスの経営陣は、継続企業として重大な不確実性はないと考えている。

## 経済バランスシート

同社のバランスシートの主な特徴として、以下の点を挙げたい：

- 2022 年 3 月期に新たに取得したホテルは、販売用不動産に分類されており評価額は 59 億 5,300 万円となっている。
- 同社は、取得したホテルに関する含み益が 22 億円であることを開示しており、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 20.7 億円。
  - スポンサーとの共同出資で取得した KOKO HOTEL 築地銀座は全体で 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、同借入金は、金融機関における財務評価上、資本の部に分類が可能。

上記の結果、同社は 31 億 5,000 万円を実質的な自己資本として有しているものと見なすことができる。

## 市況

日本政府観光局(JNTO)の統計によると、2022年2月から海外からの旅行者数がプラス傾向に転じた。2022年3月には前年比438%と力強い回復を見せ、底を打った可能性を示唆するものとなっている。

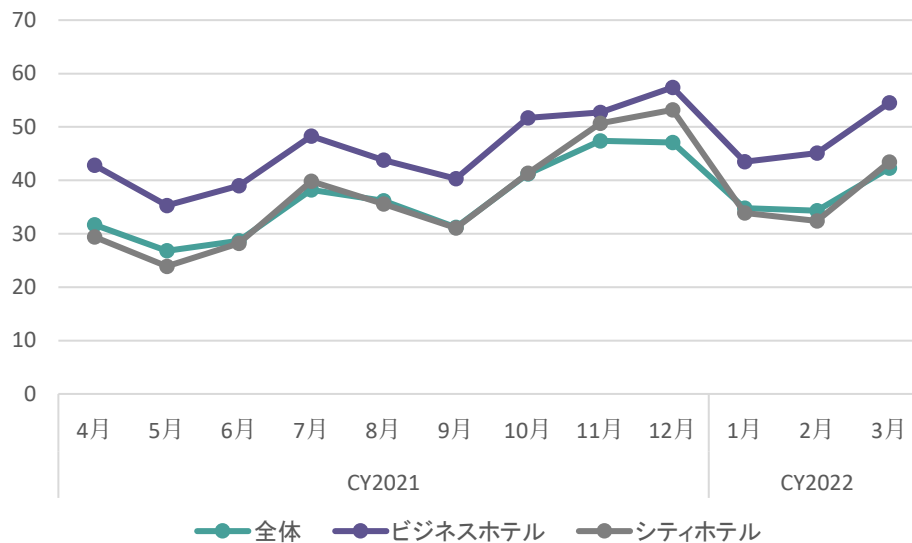
### 海外からの旅行者数

月	CY2021	CY2022	増減率 (%)
1月	46,552	17,776	-61.8
2月	7,355	16,700	+127.1
3月	12,276	66,100	+438.4
CY Quarter 1	66,153	100,600	+52.1

出所: JNTO

また、ホテルの稼働率も改善しており、特に同社ポートフォリオに該当するビジネスホテルは2021年4月の42.8%から2022年3月には54.5%にまで上昇した。2023年3月期における稼働率の改善については、前年比では明らかにハードルが低くなっている。

図表 4: 施設タイプ別客室稼働率の推移



出所: 国土交通省観光庁

## 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中心に展開する国内ホテル事業者である。大規模な資金調達を実施し、運営ホテル数を着実に増やしており、ポストコロナ環境におけるホテル需要回復時に大幅な利益改善が期待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、ポラリスは同グループの持つリソースを最大限に有効活用し、現在の低迷したホテル市場を商機と捉え、安定した収益成長に繋がる各施策を重要な経営課題として掲げ、着実に実行に移している。

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

- 国内の旧来型ホテル運営モデルである「固定賃料型の定期借家契約」から、低リスクな「フィー収入型の運営委託契約又は変動賃料型の賃貸借契約」への移行を目指す。
- 上記に加え、スターアジアグループの持つ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**の更なる拡大を掲げており、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なキャピタルゲインが期待できる資本集約的な事業展開である。

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。

- ホテル運営に係る事業環境が2019年の水準に回復する。
- その結果、TRevPARの改善が促進。
- 固定費の低下により、営業レバレッジが拡大。2024年度通期で22.6億円のEBITDAを目標に掲げている(当社は営業利益率を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30.2% (完全希薄化後18.8%)で取引されている。

# 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(独立系投資グループ)のグループ会社であり、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)。国内では主に以下の 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、主に東日本大震災後の地域再生プロジェクト従事者およびその関係者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)

新たに 6 ホテルの運営委託契約の締結を 2022 年 4 月 28 日に発表した。当該 6 ホテルの運営受託後、ポラリスの運営ホテルは合計 31 ホテル、合計 5,706 室(前回比 26%増)となる。

## 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"> <li>• マネジメント</li> <li>• オペレーション</li> <li>• コンサルタント</li> <li>• フランチャイズ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ホテルのオーナー/運営者</li> <li>• リース契約または管理契約によるホテル運営</li> <li>• 新規開業、既存ホテルの改善を目指す</li> <li>• ベストウエスタンホテル]フランチャイズ加盟店</li> </ul>
不動産事業		

出所: 会社資料



# アストリスの業績予想と 主な前提条件（変更）

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	FY3/2023E	FY3/2024E	FY3/2025E
TrevPAR (¥)	3,318	5,226	5,226
成長率 (%)	+35.4	+57.5	-
平均運営客室数	3,979	6,396	6,396
成長率 (%)	-4.1	+60.7	-
売上高 (¥bn)	4.82	12.03	12.03
成長率 (%)	+29.8	+149.7	-
営業利益 (¥bn)	(0.87)	1.93	2.05
営業利益率 (%)	-18.0	16.0	17.0
EBITDA (¥bn)	(0.63)	2.24	2.36
FCF (¥bn)	(0.51)	2.13	1.65
FCF 利益率 (%)	-10.6	17.7	13.7
FCF 換算 (%)	N/A	181.2	134.7
FCF 利回り (%)	(7.2)	30.2	23.4
完全希薄化ベース FCF 利回り (%)	(4.5)	18.8	14.6

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)**—ホテル需要の正常化に伴い、稼働率が上昇するにつれ、二桁台の成長率が見込めるものと予想。また、ホテル運営に係る契約形態の違いによる売上構成の改善も、当該成長を牽引するものと考えられる。
- **営業利益率**—売上高の増加、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。



# 中期計画

## 目標

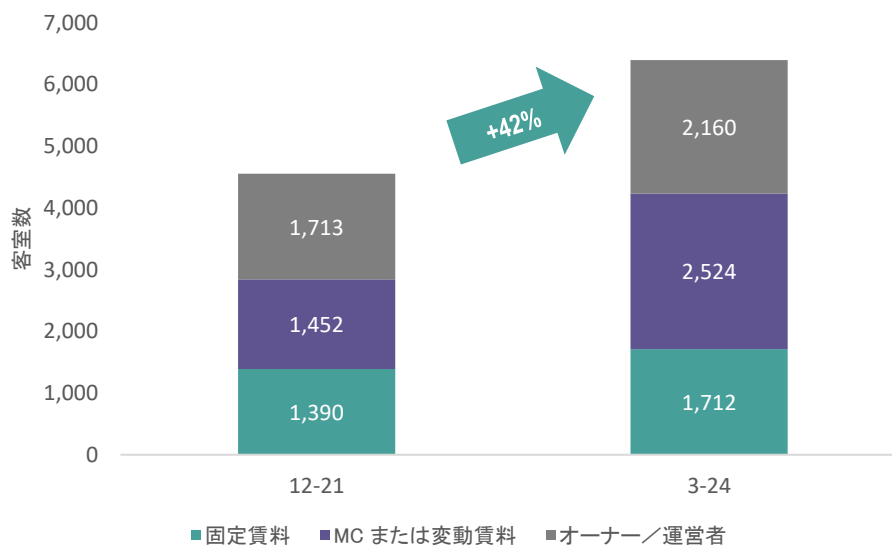
ポラリスは、2024年3月期の目標として以下を発表：

- 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 5: 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型契約(MC)や変動賃料型賃貸借契約が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加させ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、流動性が高く、将来的な売却益も見込める不動産の取得を想定している。

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自国民の経済／社会活動が制限される可能性があり、日本のホテル市場における需要回復は道半ばにしていることである。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と見込まれる。

# 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	<b>取締役会長</b>	<b>高倉茂</b>
	所有株式率(直接)	0.14%
	<b>略歴</b>	
	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	<b>ポラリス・ホールディングス代表取締役社長就任</b>	
2020	<b>同社取締役会長就任</b>	

不動産開発、建設、リース、販売における30年以上の経験	<b>代表取締役社長兼不動産事業本部長</b>	<b>梅木篤郎</b>
	所有株式率(直接)	0.03%
	<b>略歴</b>	
	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	<b>ポラリス・ホールディングス入社取締役会長</b>	
2020	<b>同社代表取締役社長兼 CEO に就任</b>	

	<b>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</b>	<b>細野敏</b>
	所有株式率(直接)	0.07%
	<b>略歴</b>	
	2003	大和証券株式会社 入社
	2006	みずほ証券株式会社入社
	2012	株式会社ザイマックス入社 マネージャー就任
	2015	スターアジア・マネジメント・ジャパン入社 ディレクター就任
	2018	<b>ポラリス・ホールディングス入社 執行役員</b>
	2019	<b>同社取締役 兼 最高財務責任者/IR 担当</b>
	2020	<b>従来の業務に加え、COO に就任</b>

	<b>ホテル運営事業本部長</b>	<b>田口洋平</b>
	所有株式率(直接)	0.02%
	<b>略歴</b>	
	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・ジャパン入社
2021	<b>ポラリス・ホールディングス入社 ホテル運営事業本部長就任</b>	

スターアジアグループ共同設立者

<b>取締役</b>	<b>Malcolm F. MacLean IV</b>
所有株式率(直接)	1.71%
<b>略歴</b>	
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

<b>取締役</b>	<b>増山太郎</b>
所有株式率(直接)	1.71%
<b>略歴</b>	
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

<b>取締役</b>	<b>橋本龍太郎</b>
所有株式率(直接)	0.17%
<b>略歴</b>	
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](http://www.polaris-holdings.com)

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

## 沿革

<b>主な会社沿革</b>	
1912年9月	群馬で「上毛撚糸」として 1912 年に絹糸工場を設立
<b>1961年4月</b>	<b>東京証券取引所第2部上場</b>
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
<b>2019年3月</b>	<b>Star Asia Opportunity III LP が出資</b>
<b>2021年5月</b>	<b>価値開発からポラリス・ホールディングスに社名変更</b>
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の資本力が十分か？
  - b. 権利未行使の新株予約権が行使されなかった場合における今後の資金調達計画は？
2. 契約構成
  - a. スポンサーであるスターアジアグループが、オーナー／オペレーターモデル推進のために、ポラリスにどの程度寄与するか？
  - b. 長期固定型賃貸借契約から、さらなる撤退は可能か？
  - c. KOKO HOTEL ブランドの今後の成長性は？
3. ホテル資産の含み益
  - a. 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う活用するか？
  - b. 売却のタイミングは？
4. 海外宿泊客の量
  - a. 海外からのホテル宿泊者に対する主要3ブランドの依存度は？
  - b. 計画中の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	FY	FY	FY	FY
	3/21	3/22	3/23E	3/24E	3/25E
<b>Sales</b>	<b>2.97</b>	<b>3.71</b>	<b>4.82</b>	<b>12.03</b>	<b>12.03</b>
COGS	0.29	0.28	0.24	0.48	0.48
<b>Gross profit</b>	<b>2.68</b>	<b>3.43</b>	<b>4.58</b>	<b>11.55</b>	<b>11.55</b>
Gross profit margin (%)	90.3	92.4	95.0	96.0	96.0
<b>Total OP</b>	<b>(1.63)</b>	<b>(1.33)</b>	<b>(0.87)</b>	<b>1.93</b>	<b>2.05</b>
OP margin (%)	(54.7)	(35.9)	(18.0)	16.0	17.0
Non-operating income	0.07	0.05	0.06	0.06	0.06
Non-operating expense	(0.13)	(0.34)	(0.25)	(0.30)	(0.35)
<b>Recurring profit</b>	<b>(1.68)</b>	<b>(1.62)</b>	<b>(1.05)</b>	<b>1.68</b>	<b>1.75</b>
Extraordinary gains	-	-	-	-	-
Extraordinary losses	(0.40)	(0.19)	-	-	-
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(2.08)</b>	<b>(1.81)</b>	<b>(1.05)</b>	<b>1.68</b>	<b>1.75</b>
Tax	0.016	0.02	-	0.50	0.53
Effective tax rate (%)	(0.8)	(4.57)	-	30.0	30.0
<b>Net income</b>	<b>(2.10)</b>	<b>(1.83)</b>	<b>(1.05)</b>	<b>1.18</b>	<b>1.23</b>
Non-controlling NI	-	-	-	-	-
<b>Parent attributable NI</b>	<b>(2.10)</b>	<b>(1.83)</b>	<b>(1.05)</b>	<b>1.18</b>	<b>1.23</b>
Sales growth YoY (%)	-45.5	+24.9	+29.8	+149.7	+0.0
OP growth YoY (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	+6.3
NI growth YoY (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	+4.3

Balance sheet (¥bn)	FY	FY	FY	FY	FY
	3/20	3/21	3/22E	3/23E	3/24E
Cash & equivalents	1.84	2.40	4.61	9.39	13.73
Trade debtors	0.33	0.62	0.49	0.49	0.49
Stock	0.06	5.95	5.95	5.95	5.95
Other	0.28	0.39	0.31	0.31	0.31
<b>Current assets</b>	<b>2.51</b>	<b>9.36</b>	<b>11.36</b>	<b>16.15</b>	<b>20.48</b>
Tangible assets	1.21	1.03	0.84	0.59	0.34
Intangible assets	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Investment & others	1.26	1.64	1.64	1.64	1.64
<b>Fixed assets</b>	<b>2.48</b>	<b>2.67</b>	<b>2.48</b>	<b>2.23</b>	<b>1.99</b>
<b>Total assets</b>	<b>5.00</b>	<b>12.04</b>	<b>13.85</b>	<b>18.38</b>	<b>22.47</b>
Short term borrowing	1.08	1.49	1.49	1.49	1.49
Trade creditors	0.00	-	-	-	-
Other	0.79	0.70	0.61	1.22	1.22
<b>Current liabilities</b>	<b>1.87</b>	<b>2.19</b>	<b>2.10</b>	<b>2.71</b>	<b>2.71</b>
Long term borrowing	3.76	8.39	10.97	13.56	16.14
Other LT liabilities	0.15	1.27	1.27	1.27	1.27
<b>Long term liabilities</b>	<b>3.91</b>	<b>9.66</b>	<b>12.24</b>	<b>14.82</b>	<b>17.41</b>
Shareholder's equity	(0.78)	0.19	(0.49)	0.85	2.36
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
<b>Total net assets</b>	<b>(0.78)</b>	<b>0.19</b>	<b>(0.49)</b>	<b>0.85</b>	<b>2.36</b>
<b>Total liabilities &amp; net assets</b>	<b>5.00</b>	<b>12.04</b>	<b>13.85</b>	<b>18.38</b>	<b>22.47</b>

Cash flow statement (¥bn)	FY	FY	FY	FY	FY
	3/21	3/22	3/23E	3/24E	3/25E
Net income/pre-tax profit	(2.10)	(1.83)	(1.05)	1.18	1.23
Depreciation/amortization	0.16	0.29	0.24	0.31	0.31
Other non-cash items	0.52	(0.13)	0.20	0.03	0.12
Changes in working capital	(0.09)	(6.15)	0.11	0.61	0.00
<b>Cash from Operating Activities</b>	<b>(1.51)</b>	<b>(7.82)</b>	<b>(0.51)</b>	<b>2.13</b>	<b>1.65</b>
Capex	(0.48)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Acquisition of business	-	-	-	-	-
Other investing cash flow	(0.17)	(0.41)	(0.29)	(0.35)	(0.32)
<b>Cash from Investing Activities</b>	<b>(0.65)</b>	<b>(0.42)</b>	<b>(0.29)</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(0.32)</b>
Total cash dividends paid	-	-	-	-	-
Debt issuance/(retirement)	2.06	5.17	2.58	2.58	2.58
Equity financing	0.06	2.65	-	-	-
Other	0.83	0.99	0.42	0.42	0.42
<b>Cash from Financing Activities</b>	<b>2.95</b>	<b>8.80</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>
FX impact	-	-	-	-	-
<b>Net cash flow</b>	<b>0.79</b>	<b>0.56</b>	<b>2.20</b>	<b>4.78</b>	<b>4.33</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1.99)</b>	<b>(7.82)</b>	<b>(0.51)</b>	<b>2.13</b>	<b>1.65</b>
Free cash flow margin (%)	-67.0	-210.7	-10.6	17.7	13.7
Free cash flow conversion (%)	N/A	N/A	N/A	181.2	134.7
Capex/sales (%)	16.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Capex/depreciation (%)	299.0	1.0	1.2	0.9	0.9
CFO margin (%)	-50.8	-210.6	-10.5	17.7	13.8

Key metrics	FY	FY	FY	FY	FY
	3/20	3/21	3/22E	3/23E	3/24E
<b>Profitability</b>					
Gross margin (%)	90.3	92.4	95.0	96.0	96.0
Operating margin (%)	(54.7)	(35.9)	(18.0)	16.0	17.0
Net margin (%)	(70.7)	(49.3)	(21.9)	9.8	10.2
ROA (%)	(42.0)	(15.2)	(7.6)	6.4	5.5
ROE (%)	N/A	(949.7)	N/A	137.8	52.0
ROCE (%)	(52.1)	(13.5)	(7.4)	12.3	10.4
ROIC (%)	(45.1)	(19.7)	(7.9)	9.7	8.0
<b>Liquidity</b>					
Current ratio (x)	1.3	4.3	5.4	6.0	7.6
Quick ratio (x)	1.3	1.6	2.6	3.8	5.4
<b>Leverage</b>					
Debt/Equity ratio (x)	N/A	51.3	N/A	17.6	7.5
Net Debt/Equity ratio (x)	N/A	38.8	N/A	6.6	1.7
Equity ratio (x)	(0.2)	0.0	(0.0)	0.0	0.1
Interest cover (x)	(14.9)	(10.1)	(3.5)	6.4	5.8
Net Debt/EBITDA (x)	(2.0)	(7.2)	(12.5)	2.5	1.7
<b>Valuation</b>					
EPS reported (¥)	(37.83)	(25.98)	(11.52)	12.84	13.39
PER (x)	N/A	N/A	N/A	6.0	5.7
DPS (¥)	-	-	-	-	-
Dividend payout ratio (%)	-	-	-	-	-
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-
<b>Free cash flow yield (%)</b>	<b>(46.6)</b>	<b>(144.2)</b>	<b>(7.2)</b>	<b>30.2</b>	<b>23.4</b>
<b>Diluted FCF yield (%)</b>	<b>(29.0)</b>	<b>(89.9)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>18.8</b>	<b>14.6</b>
PBR (x)	(9.0)	36.6	(14.4)	8.3	3.0
EV/sales (x)	4.9	3.9	3.0	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	(9.9)	(14.0)	(23.2)	6.5	6.2
EV/EBIT (x)	(8.9)	(10.9)	(16.7)	7.5	7.1
EV/FCF (x)	N/A	N/A	N/A	6.8	8.8



## 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