

ポラリス・ホールディングス(3010)

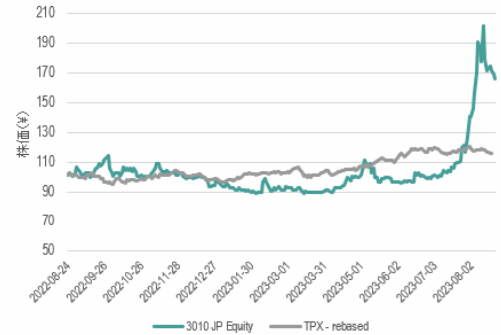
需要回復の波に乗る

株価: 169 円 時価総額: 208 億円

24年3月1Q決算アップデート

2023年8月24日

- 需要の大幅な回復に備える:** 2024年3月期第1四半期の業績は、ポラリスのビジネスモデルの収益構造を改善するための経営陣の努力、資本増強戦略の成功、ホテル業界の回復の集大成であった。ポラリスの国内外事業における需要はパンデミック前の水準に戻りつつあり、同事業の営業利益率は6.6%と2017年3月期第1四半期以来の高水準を記録した。新たに開示されたKPIでは、国内市場の好調さが強調されており、2024年3月期第1四半期の国内RevPARは前年同期比84.9%増となった。海外事業が売上高に貢献したほか、ホテル2物件の売却を発表し、80億円を調達した。



出所: ブルームバーク

複数の要因が貢献

- 需要及び財務状況の改善。そして中国団体旅行の再開:** ポラリスは2024年3月期の業績予想を修正したが、これは国内ホテル市場の好調な推移を反映したもので、主に資産売却により財務体質が強化された。コスト面では、事業活動の増加や海外ホテル事業に関する一時的なコストも織り込まれている。しかし、今後業績見通しを大きく押し上げる要因として見込まれるものとしては、中国がコロナによって禁止していた日本への団体旅行の解禁を最近発表したことが挙げられる。その結果、ポラリスが運営する主要都市の都市型ホテルやビジネスホテルでの需要が大幅に増加することが予想される。当社は、資産売却を反映し、2024年3月期の業績予想を上方修正した。
- バリュエーション:** 2024年3月期の予想PERは9.7倍(EPS前年比250.9%増)で取引されている。

リターン	年初来	1か月	3か月	12か月
絶対(%)	+76.0	+53.6	+69.0	+65.7
相対(%)	+45.6	+53.3	+59.1	+42.5

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)

株式データ	
株価(円)	169
時価総額(10億円)	20.8
時価総額(100万ドル)	143.4
52週レンジ(円)	89-219
発行済株式数(100万株)	123.3
日次平均出来高(100万ドル)	0.3
浮動株(%)	21.1
外国人株式保有比率(%)	83.5
コード	3010
取引所	Tokyo Standard
純有利子負債/自己資本(倍)	4.4
FFOレバレッジ(倍)	N/A
ブルームバーク 買い ホールド 売り	0 0 0

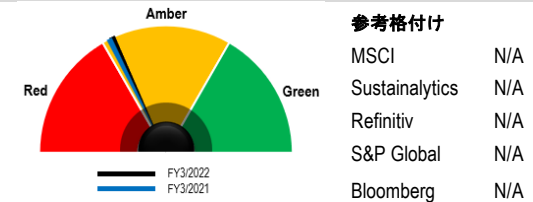
出所: ブルームバーク

年度	3/2022	3/2023	3/2024E	3/2025E	3/2026E
売上高(10億円)	3.71	7.02	21.28	16.12	17.55
営業利益(10億円)	(1.33)	0.00	2.98	2.01	2.63
純利益(10億円)	(1.83)	0.53	1.87	1.20	1.52
EPS(¥)	(25.98)	4.98	17.47	11.17	14.18
DPS(¥)	-	-	-	-	-
売上高伸び率(%)	+24.9	+89.0	+203.2	-24.3	+8.9
営業利益成長率(%)	N/A	N/A	+96,625.4	-32.4	+30.7
純利益成長率(%)	N/A	N/A	+250.9	-36.0	+26.9
EPS成長率(%)	N/A	N/A	+250.9	-36.0	+26.9
PER(x)	N/A	33.9	9.7	15.1	11.9
EV/EBITDA(x)	N/A	45.3	9.6	14.5	11.3
EV/売上高(x)	9.1	4.8	1.6	2.1	1.9
PBR(x)	108.2	7.2	4.6	3.3	2.5
ROE(%)	(949.7)	18.4	41.7	19.1	18.1
ROCE(%)	(13.5)	0.0	14.0	8.8	10.7
FCF利回り(%)	(65.7)	(0.6)	35.3	1.3	9.1
配当利回り(%)	-	-	-	-	-

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー(推定)
注: EPS・FCF利回り計算は希薄化前(19.4%)

事業概要
ポラリス・ホールディングスはホテル運営会社で、ココホテルズ、ベストウェスタンホテル、バリュー・ザ・ホテルの3つの主力国内ホテルチェーン及びフィリピンにおいてレッド・プラネットホテルを展開している。同社は、低リスクの運営委託契約、並びに所有/運営へとビジネスモデルをシフトしている。

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

2023年11月: 24年3月期2Q決算

電話: +81 3 6868 8797

Eメール: Corporateresearch@astrisadvisory.com

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている。

決算ハイライト

2024年3月期1Q決算

図表 1: 主要財務データ

(10億円)	2023年3月期1Q	2024年3月期1Q	増減率 YoY (%)
売上高			
国内	1.19	2.31	+93.5
海外	-	0.43	-
売上高総利益/(損失)	1.10	2.57	+134.3
総売上高	1.19	2.74	+129.8
売上高総利益率	92.2%	94.0%	
営業利益/(損失)			
国内	(0.06)	0.19	
海外	-	(0.00)	
営業利益/(損失)	(0.06)	0.18	-
営業利益率	-4.9%	6.7%	
国内	-4.9%	8.0%	
海外	-	-0.9%	
経常利益/(損失)	(0.11)	(0.00)	-
親会社株主に帰属する純利益/(損失)	(0.12)	(0.03)	-

出所: 会社資料

図表 2: 事業セグメント別(消去前)

(10億円)	2023年3月期1Q	2024年3月期1Q	増減率 YoY (%)
売上高			
ホテル事業	1.19	2.73	+129.4
不動産事業	0.07	0.13	+85.7
営業利益/(損失)			
ホテル事業	0.01	0.27	+2,600
不動産事業	(0.00)	0.06	-
営業利益率			
ホテル事業	0.5	9.8	
不動産事業	-5.6	47.6	

出所: 会社資料

決算ハイライト

2024年3月期第1四半期の業績は、ビジネスモデルの収益構造を改善するための経営陣の努力、資本増強戦略の成功、国内外からの旅行者需要に後押しされたホテル業界の回復の集大成であると弊社では見ている。

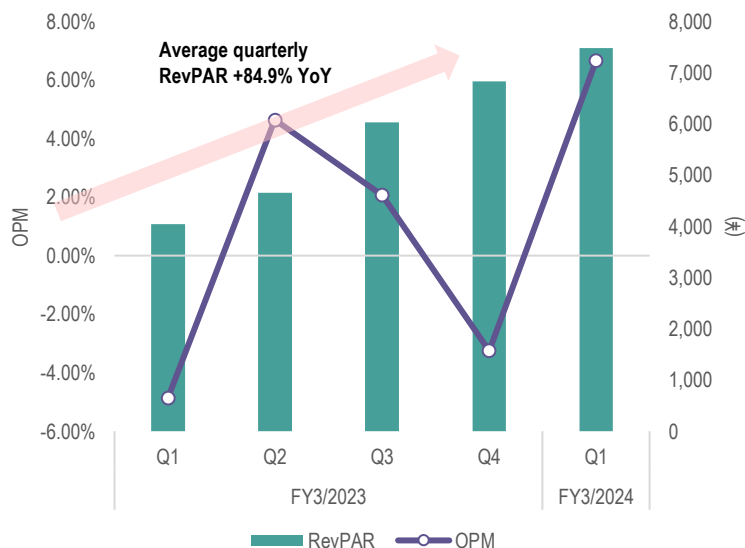
営業利益率は6.6%に達し、2017年3月期第1四半期以来の高水準となった::

- 国内 RevPAR は前年同期比 84.9%増の 7,477 円まで回復した。
- 客足は回復傾向にあり、平均客室稼働率は 74.3%と前年同期の 68.3%から上昇した。
- 1日平均宿泊単価は前年同期の 5,916 円に対し、2024年3月期第1四半期は 10,084 円と価格も回復している。



- 契約形態(固定賃料リース、変動賃料リース、運営委託、オーナー・オペレーター)が混在するバランスの取れたポートフォリオが、リスク調整後の回復を可能にしている。
- 買収したフィリピンのレッドプラネットブランドのリミテッドサービスホテル事業が売上高にプラスに寄与。

図表 3: 営業利益率と国内 RevPAR の推移(四半期ベース)



出所: 会社資料

2つのホテルの売却と2024年3月期業績予想の修正を 発表

ポラリスは、企業価値と株主価値の最大化に努めている。パンデミック(世界的な大流行)の最中、市場でディストレスト価格でホテルを購入する機会が訪れ、同社は競争力の高いホテル物件を本来の価値より割安で購入することができた。これらの物件は子会社のフィーノホテルズによって運営されていたが、ポラリスは損益分岐点を大幅に引き下げ、未実現利益の可能性を確保することで変貌を遂げることができた。

オーナー・オペレーター方式で運営されている2つの資産は、以下の予定価格、合計80億円で売却される見込み:

- ベストウェスタンプラス福岡天神南(236室、2021年4月取得)- 38億円
- フィーノホテル札幌大通(145室、2021年12月取得)- 42億円

これらの資産売却と予想される売却益により、ポラリスの財務状態を継続的に改善し、今後の更なる成長のための資金が創出される。また、子会社であるフィーノホテルズは、買い手であるスターアジア不動産投資法人(3468)と長期賃貸借契約を締結し、売却後もホテルからの安定した営業収入を確保する。売買契約は2023年9月に完了する予定。



2024年3月期会社予想

同社は2024年3月期の業績予想を上方修正したが、これは主に前述のホテル資産の売却に伴う利益を反映したものである。

図表 4: 会社予想の情報修正

(10億円)	2024年3月期(旧)	2024年3月期(新)	増減率(%)
売上高	12.00	21.00	+75.0
営業利益	0.80	2.73	+240.8
営業利益率	6.7%	13.0%	
経常利益	0.10	2.13	N/A
純利益	0.04	1.78	N/A
EPS(¥)	0.34	14.56	N/A

出所: 会社資料

当社では以下のように考えています:

- 通期の売上高が90億円増加した主な要因は、2つのホテル資産の処分見込額80億円であり、残りはホテル事業の業績改善によるものである。
- 営業利益19.3億円の増益は、売却益の計上もあるが、取引環境の改善による純益の増加が見込まれる一方、前年同期比で運営ホテルが増加したことによる人件費等の経費増、売却資産に係る支払賃料の増加が見込まれるためである。



当社の業績予想と主な前提条件

アストリスの主要業績予想を以下の通り修正した:

図表 5: 業績予想変更

年度	2024年3月 期会社予想 (旧)	2024年3月 期会社予想 (新)	2024年3月 期予想(旧)	2024年3月 期予想(新)	2025年 3月期	2026年 3月期
TrevPAR (¥)	N/A	N/A	5,688	5,688	6,542	6,869
成長率(%)	-	-	+60.0	+60.0	+15.0	+5.0
平均運営客室数	N/A	N/A	6,396	6,396	6,396	6,396
成長率(%)	-	-	+50.5	+50.5	-	+60.7
売上高 (¥bn)	12.00	21.00	13.28	21.28	16.12	17.55
成長率(%)	+71.0	+199.2	+89.2	+203.2	-24.3	+8.9
営業利益 (¥bn)	0.80	2.73	1.59	2.98	2.01	2.63
営業利益率 (%)	6.7	13.0	12.0	14.0	12.5	15.0
EBITDA (¥bn)	N/A	N/A	1.93	3.51	2.34	2.98
FCF (¥bn)	N/A	N/A	5.09	6.40	0.24	1.64
FCF 利益率 (%)	-	-	38.3	30.1	1.5	9.4
FCF 換算(%)	-	-	393.7	238.9	13.8	75.6
FCF 利回り(%)	-	-	24.4	35.3	1.3	9.1
完全希薄化 FCF 利回り(%)	-	-	20.4	29.6	1.1	7.6

出所: アストリス・アドバイザー

注: FCF 換算は FCF/税前利益

2024年3月期以降の業績予想を以下のように修正した:

- 2024年3月期については、ホテル2物件の売却に伴う一時的な売上高影響80億円を加味し、売上高予想を上方修正した。営業利益については、主に売却益を織り込み、上方修正した。
- 2025年3月期と2026年3月期の業績予想は据え置いた。



図表 6: 現在の国内ホテルポートフォリオ

Name	Location	Rooms	Contract type
BW Osaka Tsukamoto	Osaka	105	Fixed rent lease
BW Plus Hotel Fino Chitose	Chitose	154	Fixed rent lease
BW Plus Hotel Fino Osaka Kitahama	Osaka	129	Fixed rent lease
BW Hotel Fino Tokyo Akasaka	Tokyo	87	Fixed rent lease
BW Hotel Fino Shin Yokohama	Yokohama	108	Fixed rent lease
VTH Ishinomaki	Miyagi	82	Fixed rent lease
VTH Narahakidoekimae	Fukushima	107	Fixed rent lease
Sure Stay Plus Hotel Shin-Osaka	Osaka	108	Fixed rent lease
KOKO HOTEL Osaka Namba	Osaka	100	Variable rent lease
BW Hotel Fino Osaka Shinsaibashi	Osaka	179	Management contract
KOKO HOTEL Ginza Itchome	Tokyo	305	Management contract
KOKO HOTEL Sapporo Ekimae	Sapporo	224	Management contract
KOKO HOTEL Fukuoka Tenjin	Fukuoka	159	Management contract
KOKO HOTEL Hiroshima Ekimae	Hiroshima	250	Management contract
KOKO HOTEL Kagoshima Tenmonkan	Kagoshima	295	Management contract
KOKO HOTEL Premier Kanazawa Korinbou	Kanazawa	207	Management contract
KOKO HOTEL Premier Tokyo Nihonbashi Hamacho	Tokyo	223	Management contract
KOKO HOTEL Nagoya Sakae	Nagoya	204	Management contract
KOKO HOTEL Osaka, Shinsaibashi	Osaka	211	Management contract
KOKO HOTEL Kobe, Sannomiya	Kobe	141	Management contract
KOKO HOTEL Premier Kumamoto	Kumamoto	205	Management contract
KOKO HOTEL Residence Tokyo, Asakusa Kappabashi	Tokyo	47	Management contract
KOKO HOTEL Residence Tokyo, Asakusa Tawaramachi	Tokyo	42	Management contract
KAYA Kyoto Nijo Castle, BW Signature Collection by BW	Kyoto	57	Management contract
*BW Plus Fukuoka Tenjin Minami	Fukuoka	236	Owner-and-operator
VTH Higashi Matsushima Yamoto	Miyagi	407	Owner-and-operator
VTH Sendai Naton	Miyagi	314	Owner-and-operator
VTH Furukawa Sanbongi	Miyagi	495	Owner-and-operator
KOKO HOTEL Tsukiji Ginza	Tokyo	188	Owner-and-operator
*Fino Hotel Sapporo Odori	Sapporo	145	Owner-and-operator
Domestic total		5,514	

出所: 会社データ

*注: 廃棄用

海外プラットフォームとなるフィリピンでは、オーナー・オペレーターとして「レッド・プラネット」ブランドのホテルを運営している。

図表 7: 現在の海外ホテルポートフォリオ

ホテル店舗	場所	客室数	契約タイプ
Red Planet Davao	Davao	155	Owner-and-operator
Red Planet Manila Ortigas	Pasig	182	Owner-and-operator
Red Planet Aurora Boulevard	Quezon	167	Owner-and-operator
Red Planet Manila Aseana City	Paranaque	200	Owner-and-operator
Red Planet Manila Amorsolo	Makati	189	Owner-and-operator
Red Planet Angeles City	Angeles	165	Owner-and-operator
Red Planet Cebu	Cebu	150	Owner-and-operator
Red Planet Manila Mabini	Manila	167	Owner-and-operator
Red Planet Manila Bay	Manila	150	Owner-and-operator
Red Planet Manila Binondo	Manila	171	Owner-and-operator
Red Planet Manila Makati	Makati	213	Owner-and-operator
Red Planet Cagayan de Oro	Cagayan de Oro	159	Owner-and-operator
Red Planet Quezon Timog	Davao	140	Owner-and-operator
Total	-	2,208	-

出所: 会社データ



概要

ポラリス・ホールディングスは、レッド・プラネットのフィリピン事業の買収を含め、主に4つのホテルブランド(国内3、海外1)で運営するホテル運営会社である。コロナ禍において大規模な増資を行い、コロナ後のホテル需要の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による支援のもと、同社は安定した収益成長を重点テーマとして、コロナ禍において低迷するホテル市場において大規模な改革を実施している。

ホテル運営モデルの戦略的シフト

ホテル運営モデル
をより高収益な形
態へとシフト

- 長期固定賃料型の賃貸借契約から、「Fee-For-Service(サービスの対価としてのフィーを受領する)」型のマネジメント契約へのシフトを進めている。
- ホテル市場の停滞を受け、スターアジアグループの豊富な資金およびネットワーク等を活用し、ホテル物件の所有者兼運営者となる「オーナー・オペレーターモデル」を拡大。これにより、固定賃料等の支払いがなくなることでホテル収支が大幅に改善される事に加え、潜在的なキャピタルゲインの実現が可能。

ポラリス・ホールディングスは24年3月期に、以下の要因から更なる業績回復が期待される。

- 事業環境は、2019 暦年と同様の水準に戻るとみられる。
- 事業環境の改善に伴い、RevPAR(販売可能室一室あたり総売上高)の回復が見込まれる。
- ホテル運営モデルのシフトにより、固定費の低下を通じて、営業レバレッジが改善する見通し。当社は営業利益率を12%と予想する。

同社株は、2024年3月期の予想PER9.7倍(EPS前年比250.9%増)で取引されている。



会社概要

概要

スター・アジア・グループ LLC 傘下

ポラリス・ホールディングスは、スターアジアグループのグループ会社として、国内33ホテルの運営を中核事業としており、2023年3月には海外ホテルプラットフォームも取得した。

- KOKO HOTEL: 都心を含む主要都市を中心に自社ブランドとして Basic、Premier、RESIDENCE の3つのサブブランドを展開し15のホテルを運営している。
- ベストウェスタンホテル: 1946年に米国で設立された世界的な知名度を有する同ブランドにて、観光客やビジネス客向けの宿泊施設として、都心を含む主要都市で11ホテルを運営している。
- バリュー・ザ・ホテル: 東日本大震災後の地域再生プロジェクトに携わる関係者及びスポーツ関連の宿泊需要をメインターゲットとした中長期滞在型ホテルとして、東北地方において5つのホテルを運営している。
- 上記以外に1つのホテルを別ブランド(フィーノホテル札幌大通)で運営している。
- レッド・プラネット: フィリピンに13ホテル(客室数2,208室)を保有している。同社初の海外進出案件であり、2023年3月末に取得が完了している。

ポラリス・ホールディングスは、国内外で45のホテルと7,722室の客室を運営している。加えて、2023年秋より宮城県仙台市に所在する3ホテル(客室数590室)を「KOKO HOTEL」ブランドで新たに運営を開始する予定であり、当該オリジナルブランドのブランド認知度、マーケティング力、運営効率の更なる強化を図る。

スターアジアグループは2018年11月から資本参画しており、同社はコロナ禍においても、人的・資本的支援を継続しており、同社のビジネスモデルの大幅な再構築及び株主価値の向上に寄与してきた。

図表 8: 社史の概要

主な会社沿革	
1912年9月	群馬で「上毛燃糸」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子会社化 価値開発株式会社へ社名変更
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
2018年10月	第1次資金調達(6億4400万円) 普通株式発行
2019年2月	第2次資金調達(19億800万円) 普通株式発行及びデットエクイティスワップ実行
2020年7月	第3次資金調達(15億円) 新株予約権付転換社債発行 第3次資金調達(15億円行使) 新株予約権発行
2021年10月	第4次資金調達(28億円) 普通株式および(32億円) 新株予約権発行
2021年5月	価値開発株式会社からポラリス・ホールディングスへ社名変更
2023年3月	レッド・プラネットのフィリピン事業買収

出所: 会社データ



事業セグメントの詳細

ポラリスの事業セグメントは、ホテル事業と不動産事業の2つに分かれる。

図表 9: 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ェスタンホテル、フランチャイズ加盟店
不動産事業	<ul style="list-style-type: none">不動産賃貸事業	<ul style="list-style-type: none">事務所用ビル、マンション等の賃貸・運営事務所用ビル、マンション等の売買・仲介等不動産開発に伴う情報収集、調査、企画分析、建築等信託受益権を保有するSPCに対する匿名組合出資等事務所用ビル等の不動産価値を高める運営管理事業

出所: 会社データ

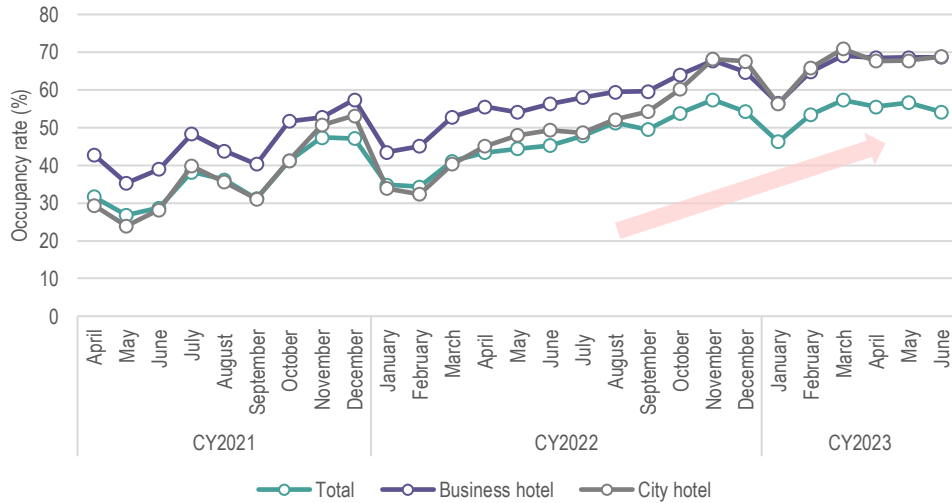


市場環境に対するアストリスの見解

需要回復の証

観光庁のデータによると、日本の観光は本格的な回復基調にあり、客室稼働率は持続的に上昇している。同社が注力するビジネスホテルやシティホテルでは、稼働率が70%に迫る勢いである。

図表 10: 月次稼働率の推移



出所: 観光庁

国内旅行

四半期ごとの統計は 2023 年第 2 四半期に更新される予定である。

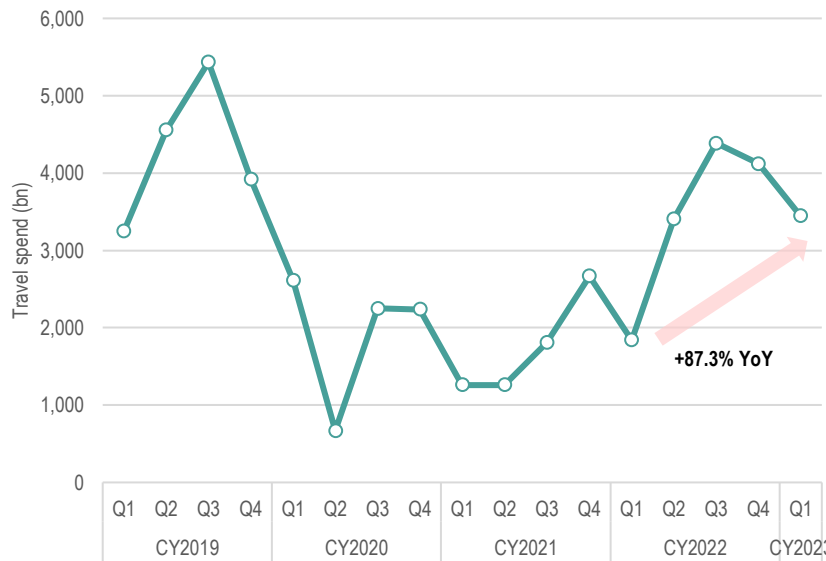
図表 11: 国内旅行者数の推移



出所: 観光庁



図表 12: 国内旅行者の消費額の推移



出所: 観光庁

出国日本人数は回復しており、2023年6月のデータによれば前年同月比で310%増加した。しかし、コロナ禍前の期間と比較すると、まだ低水準であり引き続き国内旅行が優先される目的地であることを示している。

図表 13: 出国日本人数の推移



出所: 観光庁



海外旅行

2023 年に入り海外からの訪問者が前年同期比で大きく回復しており、2023 年 6 月には 2019 年 4 月の水準を 28.0% 下回っているものの、その差は縮まりつつあることに注目している。

図表 14: 訪日外客数の月次推移 (%)

月	2021 年	2022 年	増減率 YoY (%)	2023 年	増減率 YoY (%)	増減率(対 2019 年比)
1 月	46,552	17,776	-61.8	1,497,472	8,324	-44.3
2 月	7,355	16,700	127	1,475,455	8,735	-43.3
3 月	12,276	66,100	438	1,817,500	2,650	-34.2
4 月	10,853	139,548	1,186	1,949,100	1,297	-33.4
5 月	10,035	147,046	1,365	1,898,900	1,191	-31.5
6 月	9,251	120,430	1,202	2,073,300	1,621	-28.0
7 月	51,055	144,578	183			
8 月	25,916	169,902	555			
9 月	17,720	206,641	1,066			
10 月	22,113	498,646	2,155			
11 月	20,682	934,500	4,418			
12 月	12,084	1,370,000	11,237			
6 か月	96,292	507,600	427			
1 年	245,862	3,831,900	1,459			

出所: 日本政府観光局

2023 年 4 月より、中国人個人旅行者は出国前の COVID-19 検査なしで日本への入国が許可されていたが、いくつかの制限が設けられていた。しかし、2023 年 8 月 10 日、中国は日本への団体旅行を全面解禁した。

中国本土からの観光客数は夏季以降に回復すると予想される。実質的に最大の顧客基盤がまだ正常化していないため、中国人旅行者の回復は日本の観光業界に大きな弾みをつけると思われる。

フィリピンへのインバウンド観光

フィリピンが観光客に対して完全開放されたことから、フィリピン観光省は 2023 年 1 月から 7 月までの間に国際観光客の到着数が前年同期比で 66% 増加したと発表した。2023 年 8 月 10 日時点で、フィリピンは 330 万人以上の訪問者を受け入れており、これは年間目標の 480 万人の 70% 以上に相当した。国際到着者の 91.4% が外国人観光客である。

弊社は、観光収入の増加とともに観光産業が需要を回復する中で、ポラリスのレッドプラネット事業にとって重要な好材料となると考えている。



JGAAP Financial Summary

(¥bn)	FY 3/22	FY 3/23	FY 3/24E	FY 3/25E	FY 3/26E
Sales	3.71	7.02	13.28	16.12	17.55
COGS	0.28	0.51	0.93	1.13	1.05
Gross profit	3.43	6.51	12.35	14.99	16.50
Gross profit margin (%)	92.4	92.7	93.0	93.0	94.0
OP	(1.33)	0.00	1.59	2.01	2.63
OP margin (%)	(35.9)	0.0	12.0	12.5	15.0
Non-operating income	0.05	0.03	0.04	0.03	0.04
Non-operating expense	(0.34)	(0.25)	(0.34)	(0.33)	(0.49)
Recurring profit	(1.62)	(0.22)	1.29	1.71	2.17
Extraordinary gains	-	1.46	-	-	-
Extraordinary losses	(0.19)	(0.69)	-	-	-
Pre-tax profit	(1.81)	0.55	1.29	1.71	2.17
Tax	0.02	0.02	0.39	0.51	0.65
Effective tax rate (%)	(4.6)	(5.4)	30.0	30.0	30.0
Net income	(1.83)	0.53	0.90	1.20	1.52
Non-controlling NI	-	-	-	-	-
Parent attributable NI	(1.83)	0.53	0.90	1.20	1.52
Sales growth YoY (%)	+24.9	+89.0	+89.2	+21.4	+8.9
OP growth YoY (%)	N/A	N/A	+51638	+26.4	+30.7
NI growth YoY (%)	N/A	N/A	+69.4	+32.5	+26.9

Balance sheet (¥bn)	FY 3/22	FY 3/23	FY 3/24E	FY 3/25E	FY 3/26E
Cash & equivalents	2.40	4.28	8.64	10.13	11.59
Trade debtors	0.62	1.84	0.78	0.78	0.78
Real estate for sales and stock	5.95	5.86	5.86	5.86	5.86
Other	0.39	0.88	0.37	0.37	0.37
Current assets	9.36	12.86	15.65	17.14	18.60
Tangible assets	1.03	9.87	9.60	9.34	9.06
Intangible assets	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
Investment & others	1.64	1.89	1.89	1.89	1.89
Fixed assets	2.67	11.79	11.52	11.27	10.99
Total assets	12.04	24.65	27.18	28.41	29.59
Short term borrowing	1.49	1.74	1.74	1.74	1.74
Trade creditors	-	0.39	0.73	0.89	0.83
Other	0.70	2.62	4.90	5.95	5.55
Current liabilities	2.19	4.75	7.37	8.57	8.12
Long term borrowing	8.39	15.50	15.25	15.00	14.75
Other LT liabilities	1.27	1.49	1.49	1.49	1.49
Long term liabilities	9.66	16.99	16.74	16.49	16.24
Shareholder's equity	0.19	2.91	3.07	3.34	5.23
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Total net assets	0.19	2.91	3.07	3.34	5.23
Total liabilities & net assets	12.04	24.65	27.18	28.41	29.59

Source: Company, Astris Advisory (estimates)

Cash flow statement (¥bn)	FY 3/22	FY 3/23	FY 3/24E	FY 3/25E	FY 3/26E
Profit before tax	(1.81)	0.55	1.29	1.71	2.17
Depreciation/amortization	0.29	0.74	0.33	0.32	0.35
Other non-cash items	(0.14)	(1.30)	(0.72)	(1.01)	(0.87)
Changes in working capital	(6.15)	(0.11)	4.19	1.20	(0.46)
Cash from Operating Activities	(7.82)	(0.11)	5.09	2.23	1.20
Capex	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Acquisitions/increase stakes	-	(0.27)	-	-	-
Other investing cash flow	(0.41)	(0.46)	(0.44)	(0.45)	(0.44)
Cash from Investing Activities	(0.42)	(0.73)	(0.44)	(0.45)	(0.44)
Total cash dividends paid	-	-	-	-	-
Debt issuance/(retirement)	5.17	0.04	(0.25)	(0.25)	(0.25)
Equity financing	2.65	2.18	-	-	1.00
Other	0.99	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
Cash from Financing Activities	8.80	2.19	(0.29)	(0.29)	0.71
FX impact	-	-	-	-	-
Net cash flow	0.56	1.35	4.36	1.49	1.47
Free cash flow	(7.82)	(0.11)	5.09	2.23	1.20
EBITDA	(1.04)	0.75	1.93	2.34	2.98
Free cash flow margin (%)	1.7	-3.2	2.3	2.4	3.4
Free cash flow conversion (%)	24.8	N/A	40.1	39.2	47.3
EBITDA margin (%)	-28.0	10.6	14.5	14.5	17.0
Capex/sales (%)	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1
Capex/depreciation (%)	119.5	30.4	26.3	23.3	21
CFO margin (%)	2.5	-3.1	2.4	2.6	3.5

Key metrics	FY 3/22	FY 3/23	FY 3/24E	FY 3/25E	FY 3/26E
Profitability					
Gross margin (%)	92.4	92.7	93.0	93.0	94.0
Operating margin (%)	(35.9)	0.0	12.0	12.5	15.0
Net margin (%)	(49.3)	7.6	6.8	7.4	8.7
ROA (%)	(15.2)	2.2	3.3	4.2	5.1
ROE (%)	(949.7)	18.4	29.5	35.9	29.1
ROCE (%)	(13.5)	0.0	8.0	10.2	12.3
ROIC (%)	(19.7)	0.0	5.5	7.0	8.8
Liquidity					
Current ratio (x)	4.3	2.7	2.1	2.0	2.3
Quick ratio (x)	1.6	1.5	1.3	1.3	1.6
Leverage					
Debt/Equity ratio (x)	51.3	5.9	5.5	5.0	3.1
Net Debt/Equity ratio (x)	38.8	4.4	2.7	2.0	0.9
Equity ratio (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
Interest cover (x)	(10.1)	0.0	4.7	6.0	5.3
Net Debt/EBITDA (x)	(7.2)	17.4	4.3	2.8	1.6
Valuation					
EPS reported (¥)	(25.98)	4.98	8.43	11.17	14.18
PER (x)	N/A	33.9	9.7	15.1	11.9
Diluted PER (x)	N/A	40.5	11.5	18.1	14.2
DPS (¥)	-	-	-	-	-
Dividend payout ratio (%)	-	-	-	-	-
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-
Free cash flow yield (%)	(65.7)	(0.6)	35.3	1.3	9.1
Diluted FCF yield (%)	(55.0)	(0.5)	29.6	1.1	7.6
PBR (x)	108.2	7.2	4.6	3.3	2.5
EV/sales (x)	9.1	4.8	1.6	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	(32.5)	45.3	9.6	14.5	11.3
EV/EBIT (x)	(25.4)	10,971	11.3	16.8	12.8
EV/FCF (x)	N/A	N/A	5.3	143.4	20.6



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 2023 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止

