

飯野海運株式会社(9119 JP)

海運・不動産両事業を通して経済活動に不可欠な社会インフラを安定的、安全に提供する老舗企業

概要及びビジネスモデル

飯野海運の事業は大別して(1)海運業と(2)不動産業の2つに分かれる。いずれの部門も、必要不可欠な社会インフラに投資、運営する事業である。海運業の場合、市況、為替、金利、世界的なマクロ経済動向など様々な変数が収益ボラティリティの要因となりやすい。一方、不動産業は外的要因の影響を受けにくく、安定収益が見込める事業である。同社の事業は両部門とも総じて安定しているものの、フリーキャッシュフローは投資サイクルによって変動する。

海運業

飯野海運の海運事業は、主に液体貨物輸送を担う大型原油タンカー(VLCC)、LNG・LPGなどの大型ガス船、ケミカルタンカー、またドライバルク船から成る。2021年3月現在、飯野海運が保有する運航船腹数は109隻であった(内訳:社船56隻、用船53隻)。FY20期(2021年3月期)は売上77,866百万円(前期比0.3%増)に対し、営業利益は2,968百万円(同143.1%増)となった。海運業はさらに2つのセグメントに分類される。

1. 外航海運業:大型原油タンカー、ケミカルタンカー、大型ガス船、ドライバルク船事業が含まれる。
2. 内航・近海海運業:100%子会社であるイノガストランスポート(以下、IGT)の小型ガス船事業で、国内および近海海域で液化ガス等を輸送する。

ケミカルタンカーとドライバルク船の一部でスポット運航船があるものの、基本的に中長期契約を結んでおり、市況変動への耐性を高め、収益の安定化を図っている。コンテナ船市況の高騰で足元の業績が劇的に改善した大手海運会社とは異なり、飯野海運はコンテナ船には従事していない。同社の海運業は電力供給や産業活動に不可欠な貨物を、安定的且つ安全に輸送する海上インフラの提供に特化している。

不動産業

不動産事業では、オフィスビル、貸しホール、貸し会議室、プロフェッショナル向けフォトスタジオ、商業テナント、倉庫など自社所有の不動産ポートフォリオを運営しているが、企画、管理、運営まで一貫したサービスを提供している。全物件がプライムロケーションにあり、その殆どが都心に位置する。

2021年6月末時点で7棟のオフィスビルを所有しており、うち6棟は東京都内、1棟は英国ロンドンにある。同社のフラッグシップともいえる1960年に竣工した東京都千代田区内幸町の飯野ビルディングは、皇居に近い一等地にあり、2011年10月に本格的な再開発を終えた。同ビルの事務所テナントは、現在満室で稼働している。一方、レストランやショップなどの商業テナントは感染症に対する緊急事態宣言の影響を受けている。

新橋田村町地区市街地再開発事業(2020年11月に正式名称を「日比谷 FORT TOWER/日比谷フォートタワー」と決定)は、2021年6月30日に竣工した。事務所テナントと商業テナントを含めた地上27階、地下2階建のビルのうち約8割は既に入居者が決まっている。飯野ビルディングから道路を挟んで向かいに位置する。日比谷フォートタワーは、太陽光パネルの設置、屋上緑化、低蓄熱型舗装、直射日光の遮蔽等、環境面での再エネ、省エネ技術が導入されている。飯野海運は開発資金としてグリーンボンドの発行とグリーンローン等の借入れを実施し、総額8,500百万円を調達した。この資金調達に先立って、日比谷フォートタワーは日本格付研究所(JCR)から、グリーンファイナンスフレームワーク評価における最上位評価である「Green1」を取得した。日本政策投資銀行(DBJ)からは、「環境への配慮に対する取り組みが特に先進的」と高いランクの格付を取得した。こういった格付けにより実際の調達金利が下がることも期待できよう。

また2019年には欧州事業のポートフォリオを拡大する目的で、初の海外物件として英国ロンドンのBracton Houseを取得した。同社は、海運業において欧州顧客の開拓に重点を置いている。ロンドン物件の取得により、欧州顧客の開拓及び環境基準に関する制度や法律の変化の情報を常に入手するといった活動が可能となろう。

FY20期末時点の、同社不動産ポートフォリオの含み益は113,820百万円だった(以下の表参照)。

賃貸等不動産簿価及び時価

| (百万円) | FY18 | FY19 | FY20 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 期首残高 | 79,261 | 71,632 | 79,073 |
| 増減額 | -7,629 | 7,440 | 4,254 |
| 期末残高 | 71,632 | 79,073 | 83,326 |
| 年度末の時価 | 166,806 | 187,766 | 197,146 |
| 年度末の推定含み益 | 95,174 | 108,693 | 113,820 |

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Yukashokenhokokusho [YUHO] (FY18 ~ 20)

FY20 期決算

FY20 期の実績は、売上 88,916 百万円（前期比 0.3%減）、営業利益が 6,831 百万円（同 71.8%増）であった。FY20 期は、3 カ年中期経営計画「Be Unique and Innovative. : The Next Stage -2030 年に向けて-」の初年度にあたる。売上は、計画に基づく会社ガイダンスである 88,000 百万円（同 1.3%減）並みで着地したが、営業利益は海運部門、とりわけ外航海運業セグメントが想定以上に好調で、中計上の計画値である 3,800 百万円（同 5.0%減）を大幅に上回った。FY20 期の海運業単独の営業利益は計画数値の 500 百万円（同 59.0%減）に対し 2,968 百万円（同 143.1%増）の実績となった。外航海運業セグメントの営業利益は前期比 278.3%増の 2,463 百万円となった。当初計画は、新型コロナウイルスの影響から世界経済が低迷し、貨物輸送量も減少するという前提に基づいていた。

海運業

❖ 大型原油タンカー

FY20 上期においては 5 月の原油価格の急落により、商品市場のトレーダーによる投機的な動きが活発となり、原油タンカーが洋上備蓄タンカーとして採用された。結果タンカーの船腹需給が逼迫し、大型原油タンカー市況が一時的に上昇したが、こういった投機的な動きは下期になって一巡した。市場は急騰したものの、飯野海運は継続的に長期契約を結んでいるため、年間を通じて安定的に収益を確保した。また新造 VLCC の竣工により、稼働が増加した結果、大型原油タンカー事業の営業利益は前年同期比で 100 百万円増加した。

❖ ケミカルタンカー

同社は 42 隻のケミカルタンカーを運航しており、うち約 10 隻は長期貸船に出している。残りの 30 隻強で年間約 600 万トンの貨物を運んでいるが、この貨物量のおよそ 70%については数量輸送契約（COA : contract of affreightment）、残りの 30%程度をスポットで運航している。COA は 1 年の契約期間後運賃の見直しがあるが、この運賃更改時のスポット市況が値決めに影響する。そのため COA の契約条件、スポット市況に加えて、COA 貨物とスポット貨物の組み合わせによりいかに効率的に船を運航するかなどの要素が収益性に影響する。特定の貨物を輸送する大型原油タンカーや大型ガス船とは異なり、多様な貨物を輸送するケミカルタンカーの運航には柔軟性のあるサービスが必要となる。輸送需要が発生した時と場所に、海運会社が迅速に船腹を割り当て安定したサービスを提供できるかが重要であり、こういった複雑なオペレーションに対応できる海運会社は市場に数える程度しかない。第 1 四半期では各国のロックダウンにより石油化学製品需要が低迷し、陸上の貯蔵容量が逼迫。洋上備蓄向けにプロダクトタンカーが使用され、ケミカルタンカー市況から撤退したことによりケミカルタンカーの船腹需給が引き締まった。また新型コロナウイルスの影響からいち早く立ち直った中国向けの輸送需要が発生し、市況は高騰した。高騰は第 2 四半期には一巡したが、飯野海運は引き続き主要航路（中東から極東または欧州）での運航、また北アフリカからのリン酸等、スポット貨物の運航により収益性を維持した。同事業の営業利益は、前年同期比で 460 百万円増加した。

❖ 大型ガス船

大型ガス船事業が、外航海運部門の営業利益に最も貢献した。LPG を輸送する大型ガス船（VLGC）のスポット市況が好調であったことに加えて、既存の長期契約が寄与し、前期比で 1,120 百万円増益となった。VLGC の供給は世界的に逼迫している。中国政府による厳しい環境規制を背景に、中国の LPG 需要は急増しており、米国から中国への LPG 輸送量は、2019 年の 2,000 万トンから 2022 年には 3,000 万トンに増加すると言われている。一方、VLGC は世界で約 310 隻しかなく、この 3 年でも約 50 隻しか増えていない。同社は VLGC に対する需要見通しは引き続き堅調と見ており、従来の燃料油に加えて LPG を燃料として使用できる 2 隻を発注した。FY21 と FY22 に各 1 隻ずつ竣工する予定である。二酸化炭素（CO2）、硫黄酸化物（SOx）、窒素酸化物（NOx）の排出量を削減できる同 2 隻は、主に欧州の環境保全を重要視する顧客 2 社とすでに契約済みである。うち 1 社はノルウェーのエネルギー会社である Equinor 社（DNQA : FRA）、もう 1 社はポリオレフィン、ベースケミカル、肥料を専門とするオーストリアの Borealis 社（非上場。International Petroleum Investment Company の子

会社)である。欧州には環境保護に対する意識が高い企業が多く、こういった顧客企業とビジネスを構築していくことによって海運業界で高まる環境需要に対応するために必要な専門知識を得ることができると飯野海運は見ている。

❖ ドライバルク船

ドライバルク船市況は、新型コロナウイルス感染拡大第一波後、中国の需要が急回復した。同期間に多くの国がロックダウンを実施したものの、中国による鉄鉱石の輸入は第2四半期以降も堅調に推移し、市況を牽引した。同事業の営業利益は前年同期比で340百万円増加した。

不動産業

同事業のFY20期の売上は11,049百万円(前期比4.5%減)、営業利益は3,863百万円(同40.2%増)であった。飯野ビルディングは、コロナ禍以前の賃料よりも好条件で新規テナントを獲得しただけでなく、英国 Bracton House も今期からフル寄与となった。オフィス賃貸事業は堅調に推移したが、イノホール、フォトスタジオではコロナ禍により稼働率が大幅に低下した。不動産業全体の営業利益は、中期経営計画を約600百万円以上も超過する結果となった。

飯野海運(9119): セグメント別財務サマリー (累積ベース)

| (百万円) | | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | Q4 | Q4 | Q4 | Q4 | Q4 | YoY (%) |
| 外航海運業 | 売上高 | 63,012 | 62,391 | 65,296 | 68,891 | 69,641 | 1.1 |
| | 営業利益 | 2,626 | 1,713 | 583 | 651 | 2,463 | 278.3 |
| | OPM (%) | 4.2 | 2.7 | 0.9 | 0.9 | 3.5 | +2.6pp |
| | 資産 | 84,781 | 89,569 | 102,882 | 112,844 | 118,070 | 4.6 |
| | 設備投資 | 16,447 | 15,582 | 20,598 | 15,144 | 22,580 | 49.1 |
| | 減価償却費 | 5,787 | 5,809 | 6,205 | 7,165 | 8,354 | 16.6 |
| 内航・近海海運業 | 売上高 | 8,059 | 8,471 | 8,975 | 8,717 | 8,225 | -5.6 |
| | 営業利益 | 180 | 700 | 926 | 570 | 505 | -11.4 |
| | OPM (%) | 2.2 | 8.3 | 10.3 | 6.5 | 6.1 | -0.4pp |
| | 資産 | 9,475 | 6,295 | 11,362 | 10,254 | 10,849 | 5.8 |
| | 設備投資 | 1,849 | 44 | 290 | 1,977 | 1,976 | -0.1 |
| | 減価償却費 | 603 | 656 | 642 | 583 | 749 | 28.5 |
| 海運業合計 | 売上高 | 71,071 | 70,862 | 74,271 | 77,608 | 77,866 | 0.3 |
| | 営業利益 | 2,806 | 2,413 | 1,509 | 1,221 | 2,968 | 143.1 |
| | OPM (%) | 3.9 | 3.4 | 2.0 | 1.6 | 3.8 | +2.2pp |
| | 資産 | 94,256 | 95,864 | 114,244 | 123,098 | 128,919 | 4.7 |
| | 設備投資 | 18,296 | 15,626 | 20,888 | 17,121 | 24,556 | 43.4 |
| | 減価償却費 | 6,390 | 6,465 | 6,847 | 7,748 | 9,103 | 17.5 |
| 不動産業 | 売上高 | 12,249 | 10,472 | 10,572 | 11,571 | 11,049 | -4.5 |
| | 営業利益 | 3,786 | 3,238 | 3,273 | 2,755 | 3,863 | 40.2 |
| | OPM (%) | 30.9 | 30.9 | 31.0 | 23.8 | 35.0 | +11.2pp |
| | 資産 | 84,496 | 87,073 | 87,615 | 90,059 | 90,799 | 0.8 |
| | 設備投資 | 187 | 5,184 | 2,839 | 274 | 5,967 | 2077.7 |
| | 減価償却費 | 2,158 | 2,043 | 2,070 | 1,992 | 1,979 | -0.7 |
| 連結財務諸表合計 | 売上高 | 83,320 | 81,334 | 84,843 | 89,179 | 88,916 | -0.3 |
| | 営業利益 | 6,591 | 5,651 | 4,782 | 3,976 | 6,831 | 71.8 |
| | OPM (%) | 7.9 | 6.9 | 5.6 | 4.5 | 7.7 | +3.2pp |
| | 資産 | 203,969 | 210,237 | 222,435 | 231,088 | 245,611 | 6.3 |
| | 設備投資 | 18,483 | 20,810 | 23,737 | 17,395 | 30,522 | 75.5 |
| | 減価償却費 | 8,548 | 8,509 | 8,918 | 9,740 | 11,083 | 13.8 |

Source: Iino Kaiun Yukashokenhokusho (YUHO)

設備投資と減価償却

FY20期の設備投資額は30,522百万円で、うち外航海運業への投資22,580百万円は主にVLCC 2隻に対する投資であった。不動産業の設備投資額は5,967百万円で、既存ビルの修繕費用と日比谷フォートタワーに対する投資が含まれる。減価償却費は前期比13.8%増の11,083百万円となった。飯野海運にとって設備投資は将来の安定した収入のための先行投資である。海運業では、ますます厳しくなる環境規制により、船舶への大規模な投資が求められている。FY20期のフリーキャッシュフローは、4年連続のマイナスで3,709百万円となった。同社は昨年度に投資サイクルがピークとなった可能性が高いと見ている。

FY21期業績予想

FY21上期業績予想は、売上44,000百万円(前期比1.8%増)、営業利益1,200百万円(同69.4%減)、通期業績予想は、売上88,000百万円(同1.0%減)に対し、営業利益4,100百万円(同40%減)とした。また大型ガス船1隻の売却により、第2四半期に固定資産売却益約2,900百万円を特別利益計上する予定である。上期純利益は2,700百万円、通期では6,000百万円となる。FY21の予想は売上90,000~11,000百万円、営業利益7,000~8,000百万円を目標に据えた中期経営計画目標を下回る。

海運業

海運業ではFY21通期営業利益見通しを中期経営計画上の目標値を約2,200~3,200百万円下回る300百万円(前期比90%減)としている。理由は以下の通り。

- 大型原油タンカーに対する修繕引当金の増加。
- ケミカルタンカー事業では、コロナ禍の影響による荷動きの鈍化や市況回復の遅れを前提とし、約2,000百万円の減益を見ている。ケミカルタンカー事業の利益改善は同社の課題と言えよう。大型ガス船1隻の売却により稼働の減少が見込まれる。結果、中計比で約500百万円のマイナス影響を与えると推定される。VLGC市況は、2021年3月にUS\$27/MTとほぼ9ヵ月ぶりの安値を記録し、業績予想においても低い水準を前提としているが、修繕入渠によりマーケットを一時離脱する船舶の増加等を背景に5月にはUS\$60/MT近くまで回復している。
- 出入国制限や感染予防策、離路等による船員交代など、新型コロナウイルス関連による費用増加の可能性など。これらは約500百万円のコスト増加要因となる。
- ドライバルク船市況の回復は上振れ要因ではあるが、上記要因を相殺するほどではないとの見通し。船腹と貨物量のバランスを取るための構造改革を既に完了している。

不動産業

不動産業の営業利益は、中期経営計画目標を700百万円下回る3,800百万円まで落ち込むことが見込まれているが、その理由として以下を挙げている。

- 一部ビルにおける営繕費の増加
- コロナ禍長期化による商業テナントやイノホール、フォトスタジオの収益回復の遅れ

前述の日比谷フォートタワーは2021年6月30日に竣工しており、FY21業績に対する寄与は第2四半期以降となる予定。

株主還元方針

FY21通期業績に対して配当性向30%を基準に、年間配当17円(前期比22.7%減)を計画している。

中期経営計画 (FY2020~2022)

飯野海運は、前回の中期経営計画において、安定した収益を生み出すビジネスモデルの確立に注力した。それに対し、今後3年間は、従来のビジネスモデルを重視しながらも、今の状況に満足せず新しいことに挑戦する期間と位置付けている。

新中計で注力する点をまとめると以下の3つ。

- 安定収益基盤の更なる盤石化
- グローバル事業の更なる推進
- サステナビリティへの取り組み

2021年6月より新設の事業戦略部が、サステナビリティに関するニーズを世界的視野でとらえ、グローバル事業の展開を図っている。飯野海運ではサステナビリティへの取り組みとして、組織横断的に環境課題を克服するためのIINO環境タスクフォースを設置し、具体策の検討を開始した。ロードマップを作成し、代表取締役社長に対して、定期的に報告を行う。

現在の中期経営計画の実施期間は、FY20 から FY22 までの 3 年間。最終年度に掲げた目標は、売上 90,000~110,000 百万円（3 年間の年平均成長率 0.3%~7.2%）に対して、営業利益は 7,500~8,500 百万円（同 23.6%~28.8%）である。FY22 の営業利益は、海運業が 2,500~3,500 百万円（同 27.0%~42.1%）、不動産業が 5,000 百万円（同 22.0%）となる見込みである。FY22 の EBITDA（営業利益+減価償却費+主たる事業投資に係る受取配当金及び持分法投資損益）の目標は 19,500~20,500 百万円で、FY19 期の 13,900 百万円のおよそ 1.5 倍である。ROE 目標は 8~9%。想定以上に好調な海運市況により、同社は FY20 期に 10%の ROE を達成済みであるが、これは予想以上に海運市場が強かったことの影響による。8%以上の ROE を継続的に達成することを目指す。

ESG・SDGs への対応

海運会社に求められる環境保全の要求は年々高まっている。国際海事機関（IMO）は、海洋環境保護のための、全世界統一ルールを設定した。現在は 174 の国が加盟している。硫黄酸化物（SOx）、窒素酸化物（NOx）などの船舶による大気汚染物質の排出は、海洋汚染防止条約（MARPOL 条約）の附属書 VI に基づいて規制されている。直近では 2020 年 1 月に導入されたもので、バンカー燃料の硫黄含有量を 3.50%から 0.50%に制限した。海運業界は、新規則に従いバンカー燃料を切り替えるか、スクラバーを既存の船舶に装備するか、LNG 燃料船に置き換えるなど、より厳しい SOx 規制に対応しなければならない。同社は海運業における環境負荷の軽減に向け、以下の対策を講じている。

1. 運航効率化のため燃料油の使用量を削減し、CO2 排出量を抑制する。また、燃料消費量等のデータ収集・報告制度（DCS：Data Collection System）にも対応している。
2. 潤滑油が漏れた場合に備え、海水に自然に溶けやすい環境配慮型の潤滑油を採用することで、二重で漏れを防止
3. 国際 NGO である CDP の「気候変動スコア 2020」において「B-」評価を取得
4. SOx 排出量を削減するため、メタノール燃料船の使用
5. 二元燃料船の導入、船舶の大型化、減速航海、EEDI 規制への対応、技術革新等により、船舶からの温室効果ガス排出量を 2030 年に輸送単位あたり 40%削減、更に 2050 年には排出総量 50%削減（2008 年比）。前述の VLGC の採用も環境対応の例と言える。

不動産業で、飯野海運が保有するビルは CO2 排出率の国内基準を維持している。同社は、省エネ運用、高効率機器への更新、再生エネルギー活用等を通じて、1m²当たりの CO2 排出量を 2030 年には 40%、2050 年には 50%削減することを目指す（2008 年比）。

| 過去の業績及び中期経営計画目標値(FY20~22) | | | | | | | | | |
|---------------------------|--------|---------|--------|----------------|--------|----------------|---------------|---------|----------------|
| (百万円) | FY19 | FY20 | | FY21 | | FY22 | | FY30 | |
| | 実績 | 目標 | 実績 | 目標 | 実績 | 目標 | 3-yr CAGR (%) | 目標 | 10-yr CAGR (%) |
| 売上高 | 89,179 | 88,000 | 88,916 | 90,000~110,000 | 88,000 | 90,000~110,000 | 0.3~7.2 | 160,000 | 6.1 |
| 営業利益 | 3,976 | 3,800 | 6,831 | 7,000~8,000 | 4,100 | 7,500~8,500 | 23.6~28.8 | 12,000 | 5.8 |
| 海運業 | 1,221 | 500 | 2,968 | 2,500~3,500 | 300 | 2,500~3,500 | 27.0~42.1 | 6,000 | 7.3 |
| 不動産業 | 2,755 | 3,300 | 3,863 | 4,500 | 3,800 | 5,000 | 22.0 | 6,000 | 4.5 |
| 経常利益 | 3,455 | 3,600 | 6,810 | 6,500~7,500 | 3,900 | 7,000~8,000 | 26.5~32.3 | 10,000 | 3.9 |
| 親会社株主に帰属する当期利益 | 3,788 | 4,500 | 7,655 | 6,000~7,000 | 6,000 | 7,000~8,000 | 22.7~28.3 | 10,000 | 2.7 |
| EBITDA | 13,900 | 15,600 | 18,800 | 19,000~20,000 | n/a | 19,500~20,500 | 11.9~13.8 | 25,000 | 2.9 |
| ROE (%) | 5.2 | 6.0 | 10.0 | 7.0~8.0 | n/a | 8.0~9.0 | | 10.0 | |
| D/E レシオ(x) | 1.72 | max 2.0 | 1.65 | max 2.0 | n/a | max 2.0 | | max 2.0 | |
| 為替前提(¥/US\$) | 109.13 | 105.00 | 105.79 | 105.00 | 105.00 | 105.00 | | n/a | |
| 平均バンカー価格 (C 重油, US\$/MT) | 412 | 1H: 300 | 346 | 650 | 500 | 650 | | n/a | |
| 平均バンカー価格 (適合油, US\$/MT) | 598 | 2H: 500 | | | | | | | |

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Medium-term Management Plan and FY20 earnings results presentation materials

コーポレートガバナンス

飯野海運の取締役会は、社外取締役 3 名を含む 8 名で構成されている。同社には、3 名の社外監査役を含む計 4 名の監査役会がある。取締役と監査役を合わせて 12 名のうち 6 名（50%）が社外である。先の株主総会(2021年6月25日開催)において、議案の一つであった女性の社外監査役選任が可決された。

同社コーポレートガバナンスに関しては、課題は以下の 2 点。

1. 投資有価証券

飯野海運の 2021 年 3 月時点の貸借対照表では、18,743 百万円の投資有価証券を保有している。投資先は上場企業 36 社で、うち 17 社が持ち合い株である。同社は、株式持ち合いに関して、同社事業に対する関係性と意義を定期的に見直している。投資有価証券の価値は現在の同社時価総額の約 1/3 である。持ち合い株の見直しプロセスは、2021 年 6 月 11 日から施行された、改訂コーポレートガバナンス・コード（CGC）に準拠している。然しながら、同社株は 22 日平均で 1 日当たり約 150 百万円（約 US\$140 万）の流動性で取引されている。持ち合いの解消により株式の流動性が向上する可能性もあろう。またその余剰資金で、株主還元の強化や現在進行中の成長分野への再投資も可能となろう。

2. 買収防衛策（ポイズンピル）の継続

現在の買収防衛策は、2019 年 6 月に開催された株主総会にて継続が決議された。現在の防衛策の存続期間は 2022 年の株主総会まで続く。一般的に投資家は買収防衛策に否定的であり、投資先企業がガバナンスを向上し、資本効率を上げることによって最終的に企業価値を向上している会社を支持する傾向にある。

同社は買収防衛策の継続について、以下のように説明している。

- 大規模買付行為の提案について、株主がこれに応じるか否かの判断を行なうための情報と時間を確保すること、ならびにそれが株主共同の利益を損なうと判断される場合
 - 短期的な売買益を狙う買付者に対して、同社の企業価値を著しく棄損するあるいは株主の利益を大きく損なうと判断した場合
- 以上の状況において対抗措置を発動できるものとしており、またその発動に関しては対抗措置発動が可能な条件を限定し、実際に発動する場合は、取締役会での発動決議の前に独立性のある特別委員会の諮問または株主意思確認総会の承認決議のうちいずれかが必要な仕組みとした。

当レポートは英文レポートの日本語サマリー版です。英文フルレポートは飯野海運株式会社ウェブサイト、弊社ウェブサイト www.nippon-ibr.com および日経 *Quick, FactSet, Refinitiv* 等のターミナルでアクセスできます。ご参照ください。

財務サマリー

| 損益計算書サマリー | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| (百万円 / 3月決算) | FY12 | FY13 | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20CE | FY21Cons |
| Accounting Standard (Japan) | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol | Consol |
| 売上高 | 86,021 | 96,701 | 100,177 | 94,843 | 83,320 | 81,334 | 84,843 | 89,179 | 88,916 | 88,000 |
| YoY (%) | 10.3 | 12.4 | 3.5 | -5.4 | -12.2 | -2.4 | 4.3 | 5.1 | -0.3 | -1.1 |
| 売上原価 | 75,234 | 83,621 | 85,799 | 79,974 | 69,880 | 68,816 | 73,160 | 78,074 | 75,589 | |
| 売上総利益 (GP) | 10,787 | 13,079 | 14,378 | 14,869 | 13,440 | 12,518 | 11,683 | 11,105 | 13,326 | |
| GPM (%) | 12.5 | 13.5 | 14.4 | 15.7 | 16.1 | 15.4 | 13.8 | 12.5 | 15.0 | |
| 販売管理費 | 5,908 | 6,234 | 6,392 | 6,754 | 6,848 | 6,867 | 6,901 | 7,129 | 6,495 | |
| 営業利益 (OP) | 4,879 | 6,846 | 7,986 | 8,115 | 6,591 | 5,651 | 4,782 | 3,976 | 6,831 | 4,100 |
| 変化率 YoY (%) | 207.4 | 40.3 | 16.6 | 1.6 | -18.8 | -14.3 | -15.4 | -16.9 | 71.8 | -40.0 |
| OPM (%) | 5.6 | 7.0 | 7.9 | 8.5 | 7.9 | 6.9 | 5.6 | 4.4 | 7.6 | 4.6 |
| 受取利息配当金 | 914 | 1,145 | 1,256 | 904 | 348 | 931 | 1,324 | 820 | 905 | |
| 支払利息等 | 2,754 | 2,774 | 2,566 | 2,368 | 2,018 | 1,704 | 1,608 | 1,463 | 1,256 | |
| 持分法投資損益 | -1,058 | 373 | 241 | 1,715 | 309 | 176 | -71 | 311 | 324 | |
| 経常 (税引前) 利益 (RP) | 2,259 | 5,953 | 7,194 | 7,655 | 5,105 | 4,631 | 4,701 | 3,455 | 6,810 | 3,900 |
| YoY (%) | n/a | 163.5 | 20.8 | 6.4 | -33.4 | -9.3 | 1.5 | -26.6 | 97.1 | -42.8 |
| RPM (%) | 2.6 | 6.2 | 7.2 | 8.1 | 6.1 | 5.7 | 5.5 | 3.9 | 7.7 | 4.4 |
| 税引前利益 | 1,412 | 5,265 | 5,302 | 4,267 | 3,854 | 4,609 | 5,257 | 4,193 | 8,158 | |
| 税金費用 | 243 | 273 | 93 | 602 | -19 | 344 | 467 | 414 | 513 | |
| 少数株主利益 | -3 | -72 | 4 | -6 | 12 | -22 | -105 | 8 | 10 | |
| 当期利益 (NP) | 1,166 | 4,920 | 5,213 | 3,659 | 3,885 | 4,243 | 4,685 | 3,788 | 7,655 | 600 |
| YoY (%) | n/a | 321.9 | 5.9 | -29.9 | 6.1 | 9.2 | 10.4 | -19.2 | 102.0 | -92.2 |
| 包括利益 | 1,653 | 6,051 | 8,446 | 497 | 4,607 | 4,780 | 4,814 | 1,939 | 7,782 | |

Source: Nippon-IBR based on IINO's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

| バランスシートサマリー | | | | | | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| (百万円 / 3月決算) | FY12 | FY13 | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 | |
| 会計基準: 日本 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | |
| 流動資産 | 25,810 | 36,496 | 31,455 | 29,125 | 25,145 | 24,758 | 24,365 | 29,884 | 29,818 | |
| 固定資産 | 186,914 | 188,816 | 197,238 | 201,153 | 178,824 | 185,480 | 198,070 | 201,204 | 215,793 | |
| 有形固定資産 | 171,114 | 171,338 | 174,779 | 181,113 | 157,234 | 163,209 | 175,326 | 182,056 | 194,244 | |
| 無形固定資産 | 604 | 552 | 560 | 578 | 634 | 594 | 579 | 551 | 529 | |
| 投資その他資産 | 15,195 | 16,925 | 21,899 | 19,463 | 20,956 | 21,677 | 22,165 | 18,597 | 21,019 | |
| 総資産 | 212,724 | 225,312 | 228,693 | 230,278 | 203,969 | 210,238 | 222,435 | 231,088 | 245,611 | |
| 流動負債 | 38,684 | 46,306 | 36,416 | 35,342 | 38,039 | 41,709 | 51,607 | 47,563 | 44,345 | |
| 固定負債 | 126,812 | 120,439 | 126,369 | 129,651 | 97,156 | 99,291 | 97,752 | 110,097 | 121,430 | |
| 純資産 | 47,228 | 58,568 | 65,907 | 65,285 | 68,774 | 69,237 | 73,077 | 73,428 | 79,835 | |
| 資本金 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | 13,092 | |
| 資本剰余金 | 6,431 | 7,613 | 7,613 | 7,613 | 7,613 | 7,613 | 7,613 | 7,613 | 6,275 | |
| 利益剰余金 | 29,820 | 34,007 | 38,111 | 40,667 | 43,443 | 46,576 | 50,341 | 52,542 | 58,822 | |
| 自己株式 | -4,910 | -48 | -49 | -49 | -50 | -3,244 | -3,245 | -3,245 | -1,907 | |
| 少数株主持分 | 346 | 263 | 22 | 89 | 65 | 113 | 149 | 143 | 105 | |
| 自己資本 | 46,881 | 58,304 | 65,885 | 65,196 | 68,710 | 69,124 | 72,928 | 73,285 | 79,730 | |
| 自己資本比率 (%) | 22.0 | 25.8 | 28.8 | 28.3 | 33.6 | 32.8 | 32.7 | 31.7 | 32.4 | |
| 有利子負債 | 135,768 | 130,189 | 126,353 | 130,383 | 107,796 | 115,112 | 117,971 | 126,327 | 126,744 | |

Source: Nippon-IBR based on IINO's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

キャッシュフローサマリー

| (百万円 / 3月決算) | FY12 | FY13 | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会計基準：日本 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 | 連結 |
| 営業 CF | 11,311 | 13,785 | 16,107 | 18,804 | 11,075 | 12,117 | 14,549 | 13,079 | 19,282 |
| 減価償却費 | 10,515 | 8,529 | 8,678 | 8,867 | 8,548 | 8,509 | 8,918 | 9,740 | 11,083 |
| のれん償却 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 売上債権の増減額 | -2,398 | -1,766 | 1,458 | 1,760 | 746 | 103 | 209 | -471 | -531 |
| 棚卸資産の増減額 | 0 | 0 | 1,051 | 697 | -412 | -333 | -503 | 161 | -215 |
| 仕入れ債務の増減額 | 211 | 858 | -1,006 | -89 | -1,086 | 180 | 259 | -237 | 635 |
| 投資 CF | -11,567 | -2,224 | -13,022 | -18,551 | 12,788 | -15,399 | -21,202 | -14,840 | -22,991 |
| フリーCF | -256 | 11,561 | 3,085 | 253 | 23,863 | -3,282 | -6,653 | -1,761 | -3,709 |
| 財務 CF | -3,056 | -3,862 | -8,594 | 2,475 | -27,242 | 3,350 | 5,826 | 6,234 | 2,894 |
| 現金同等物 | 8,670 | 16,906 | 11,965 | 14,326 | 10,719 | 10,536 | 9,826 | 14,208 | 13,301 |

Source: Nippon-IBR based on IINO's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

一株指標

| (百万円 / 3月決算) | FY12 | FY13 | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 | FY21CE |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一株益 | 11.66 | 45.77 | 46.98 | 32.97 | 35.01 | 38.53 | 44.28 | 35.80 | 72.35 | 56.17 |
| 一株純資産 | 468.86 | 525.39 | 593.72 | 587.51 | 619.18 | 653.29 | 689.25 | 692.63 | 753.55 | |
| 一株配当年間 | 4.00 | 8.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 15.00 | 12.00 | 22.00 | 17.00 |

Source: Nippon-IBR based on IINO's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by IINO Kaiun Kaisha, Ltd. (the Sponsor) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by IINO Kaiun Kaisha. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the Sponsor but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options or warrants for any of our services.

Accuracy of content: *All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.*

Exclusion of Liability: *To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits, damages, costs or expenses incurred or suffered by you arising out or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.*

No personalised advice: *The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.*

Investment in securities mentioned: *Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.*

Copyright: *Copyright 2021 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.*

For further enquiry, please contact:
Yumi Yamamoto-Tyrrell
Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd
118 Pall Mall
London SW1Y 5EA
TEL: +44 (0)20 7993 2583
Email: enquiries@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority <FRN: 928332>.