

飯野海運株式会社 (9119 JP)

地政学的リスクが海運セグメントに影響を与えるも、FY22 業績は堅調な推移を見込む。

FY21 通期決算サマリー

飯野海運が5月10日に発表したFY21通期決算(3月期)は、売上高104,100百万円(前期比17.1%増)、営業利益7,524百万円(同10.1%増)で着地した。同社は通期決算発表を控え当初の通期業績予想(売上高103,000百万円、営業利益5,900百万円)を上方修正している。理由は、1)ケミカルタンカー市況が想定より高い水準で推移し、営業利益の押し上げ要因になったこと、2)事業投資先からの配当金(2,122百万円)が増加したことや、当第4四半期に為替が大きく円安(対USドル)に振れ為替差益(780百万円)が発生し、経常利益も6,810百万円から9,431百万円(同38.5%増)に上方修正されたことなどによる。結果、年間配当金額も当初計画の1株当たり29円から36円と、同社基準の配当性向30%まで引き上げられた

業績サマリー			
(百万円)	FY20	FY21	YoY (%)
売上高	88,916	104,100	17.1
営業利益	6,831	7,524	10.1
経常利益	6,810	9,431	38.5
親会社株主に帰属する当期純利益	7,655	12,526	63.6
平均為替レート(¥/\$)	105.79	112.06	
平均燃料油価格(\$/MT, High sulfur)	269	423	
平均燃料油価格(\$/MT, super low sulfur)	346	558	

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun FY21 Results Presentation Material

セグメント別決算概要

同社事業は大別して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を提供する。

海運業

同社の海運事業は、1)液体貨物輸送を担う大型原油タンカー(VLCC)、ケミカルタンカー、LNG・LPGなどの大型ガス船、2)ドライバルク船から成る。日本の大手海運会社とは異なり、飯野海運はコンテナ船の運航はしていない。2022年3月現在、同社グループが保有する運航船腹数は92隻であった(内訳:社船47隻、用船45隻)。FY21は売上91,943百万円(同18.1%増)、営業利益は3,373百万円(同13.6%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。同社は、ドライバルク船やケミカルタンカー事業でのトランプサービス(スポット契約)とは別に、市況変動に対応し安定的に収益を確保するために数量輸送契約(COA契約)や中長期契約を結んでいる。同セグメントのFY21通期業績は、売上82,408百万円(同18.3%増)、営業利益2,860百万円(同16.1%増)となった。営業利益は前期比で約397百万円増加した。業績内訳は以下の通り。

- ドライバルク船:第4四半期も市況が堅調に推移し、FY20と比べ営業利益増益に1,530百万円貢献した。FY21は、原材料や燃料価格の高騰から中国での粗鋼等の生産量が減少し市況はやや軟調に転じる場面もあったが、同国港湾での滞船状況が改善したことと春節明け後の経済活動の回復が相まって太平洋を中心に再び上昇し、期末にかけて底堅く推移した。

エグゼクティブ・サマリー

- 飯野海運のFY21通期決算は、売上高104,100百万円(前期比17.1%増)、営業利益7,524百万円(同10.1%増)で着地。1)予想以上に好調なケミカルタンカー市況、2)受取配当金の増加、3)円安の影響により、業績が予想以上に好調に推移した。
- 海運業セグメントは、売上高91,943百万円(同18.1%増)、営業利益3,373百万円(同13.6%増)となった。その中で、オイルタンカー、ケミカルタンカー、ドライバルク等の事業で構成される外航海運業は売上高82,408百万円(同18.3%増)、営業利益2,860百万円(同16.1%増)を計上した。また不動産セグメントは安定的に推移し、売上高12,158百万円(同10.0%増)、営業利益4,150百万円(同7.4%増)で推移した。
- 同社のFY22ガイダンスは、売上高112,000百万円(同7.6%増)、営業利益7,000百万円(同7.0%減)。
- FY22営業利益予想7,000百万円をセグメント別に分けると、海運セグメントで2,900百万円となっている。この前提条件として、1)円ドル相場120円、2)年平均バンカー価格\$760/MT、3)パナマックスサイズの市況前提(一日あたり)\$20,000、4)スモールハンディの市況前提(同)\$19,000である。一方、不動産セグメントの営業利益は4,100百万円(前期比2.4%減)を見込む。
- 6月開催予定の株主総会の議題の一つとして、大規模買収防衛策の継続が上がっている。同対策では、20%以上の議決権を買収しようとする相手に対し、行使を可能とするものである。ただし、実際に行使をするには、取締役会で承認を得る前に独立特別委員会の承認が、株主総会において、株主の意思に確認が必要となっている。

- ケミカルタンカー：スポット市況の好況を受け、想定を上回る結果となった。同社ケミカルタンカーの30%がスポットで運航している。中国港湾での検疫強化等の影響を受け、船腹需給バランスは当下期を通してタイトな状況にあり堅調に推移した。その他の地域では、プロダクトタンカーのケミカルタンカー市場への流入や、米国南部での悪天候によるケミカルプラントの一時的な操業停止等の影響により、総じて低調に推移したが、冬場の需要期に入り、市況は改善。操業を再開した米国プラントからの輸送需要が増加したこと、ウクライナ情勢の悪化に伴い米国や中東から欧州への石油製品やケミカル製品の輸送需要が増加したこと、それに伴いプロダクトタンカーがケミカルタンカー市場から退出したこと等により市況が回復した。ケミカルタンカー事業セグメントは、約630百万円営業利益増益に貢献した。
 - 大型原油タンカーおよび大型ガス（LPG/LNG）船：大型原油タンカー事業の営業利益増益への貢献は530百万円となった。FY20に竣工した新造船2隻が本格稼働し、入渠により増加した費用を相殺した。一方、大型ガス（LPG）船事業は保有船の売却により稼働率が減少し、2,770百万円の営業減益要因となった。大型ガス（LPG）船の市況は高騰したFY20に比べて軟化した。同船事業の16%は、スポットで運航する。LNG船の入渠による費用増加もセグメント収益の圧迫要因となった。
- 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（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。FY21の業績は売上9,535百万円（同15.9%増）、営業利益513百万円（同1.6%増）となった。

不動産業

同社はフラッグシップともいえる飯野ビルディング、2021年6月末に竣工した日比谷フォートタワー、英国 Bracton House の1棟を含む計7棟のオフィスビルを所有、運営・管理する。FY21の通期業績は売上12,158百万円（同10.0%増）、営業利益4,150百万円（同7.4%増）となった。日比谷フォートタワーからの収益増加に加え、英国物件の稼働増加とコロナ禍により稼働率が大幅に低下したイノホールとフォトスタジオの稼働の回復が貢献した。



Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun's FY21 earning results presentation material.

事業セグメント別内訳		FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	
		FY	FY	FY	FY	FY	FY	YoY (%)
外航海運業	売上高	63,012	62,391	65,296	68,891	69,641	82,408	18.3
	営業利益	2,626	1,713	583	651	2,463	2,860	16.1
	OPM (%)	4.2	2.7	0.9	0.9	3.5	3.5	+0.0pp
	資産	84,781	89,569	102,882	112,844	118,070	114,004	-3.4
	設備投資	16,447	15,582	20,598	15,144	22,580	5,329	-76.4
	減価償却費	5,787	5,809	6,205	7,165	8,354	8,676	3.9
内航・近海海運業	売上高	8,059	8,471	8,975	8,717	8,225	9,535	15.9
	営業利益	180	700	926	570	505	513	1.6
	OPM (%)	2.2	8.3	10.3	6.5	6.1	5.4	-0.7pp
	資産	9,475	6,295	11,362	10,254	10,849	15,719	44.9
	設備投資	1,849	44	290	1,977	1,976	3,941	99.4
	減価償却費	603	656	642	583	749	795	6.1
海運業合計	売上高	71,071	70,862	74,271	77,608	77,866	91,943	18.1
	営業利益	2,806	2,413	1,509	1,221	2,968	3,373	13.6
	OPM (%)	3.9	3.4	2.0	1.6	3.8	3.7	-0.1pp
	資産	94,256	95,864	114,244	123,098	128,919	129,723	0.6
	設備投資	18,296	15,626	20,888	17,121	24,556	9,270	-62.2
	減価償却費	6,390	6,465	6,847	7,748	9,103	9,471	4.0
不動産業	売上高	12,249	10,472	10,572	11,571	11,049	12,158	10.0
	営業利益	3,786	3,238	3,273	2,755	3,863	4,150	7.4
	OPM (%)	30.9	30.9	31.0	23.8	35.0	34.1	-0.9pp
	資産	84,496	87,073	87,615	90,059	90,799	93,481	3.0
	設備投資	187	5,184	2,839	274	5,967	2,967	-50.3
	減価償却費	2,158	2,043	2,070	1,992	1,979	2,257	14.0
連結財務諸表合計	売上高	83,320	81,334	84,843	89,179	88,916	104,100	17.1
	営業利益	6,591	5,651	4,782	3,976	6,831	7,524	10.1
	OPM (%)	7.9	6.9	5.6	4.5	7.7	7.2	-0.5pp
	資産	203,969	210,237	222,435	231,088	245,611	247,130	0.6
	設備投資	18,624	20,842	23,760	17,410	30,567	12,423	-59.4
	減価償却費	8,548	8,509	8,918	9,740	11,083	11,728	5.8

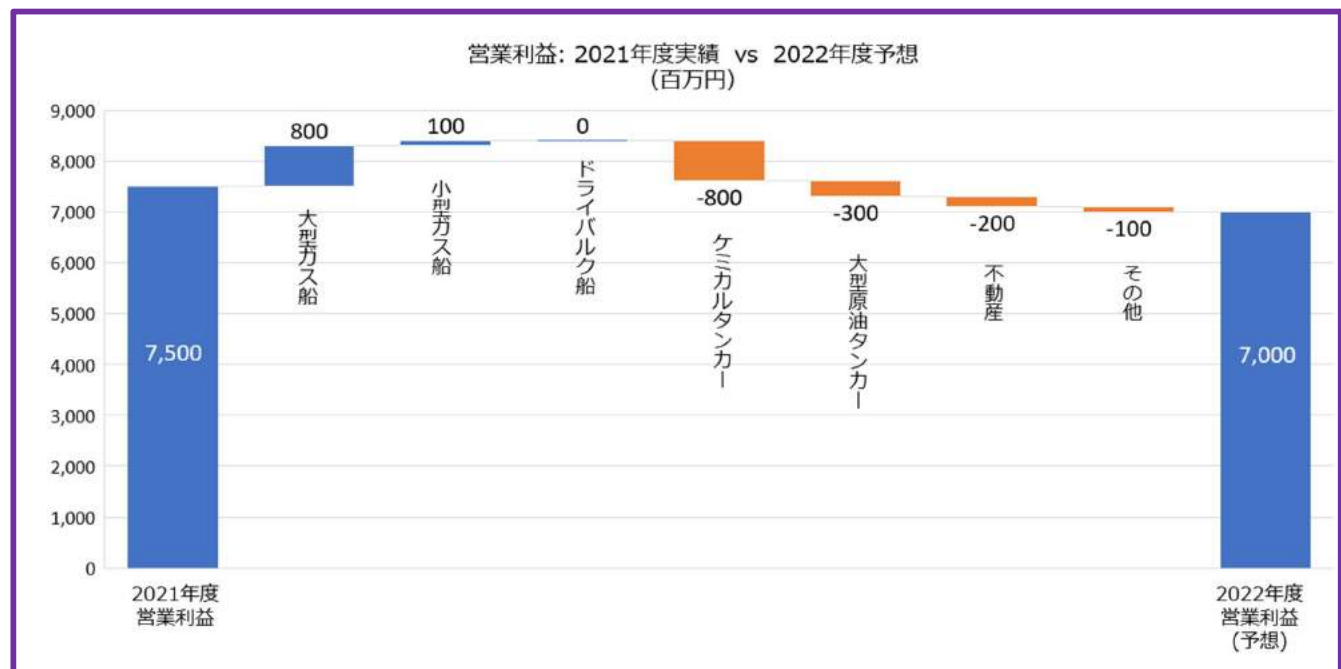
Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Yukashokenhokokusho (YUHO) and FY21 Tanshin

FY22 業績予想

FY22 上期の会社予想は売上高 56,000 百万円 (前年同期比 14.3%増)、営業利益は 3,600 百万円 (同 97.7%増)、FY22 通期予想は売上高 112,000 百万円 (同 7.6%増)、営業利益は 7,000 百万円 (同 7.0%減) を見込む。今期通期予想は、中期経営計画の最終年度目標数字と同額である。今期の配当については、基本配当方針である配当性向 30%程度に基づき、一株当たり当期利益(ESP)66.16 円に対し、1 株当たり配当 20 円を予想。FY21 年間配当 36 円と比較すると約 44%の減額となる。

FY22 Earnings Guidance						
(百万円)	FY21		FY22CE			
	1H	FY	1H	YoY (%)	FY	YoY (%)
売上高	48,981	104,100	56,000	14.3	112,000	7.6
営業利益	1,821	7,524	3,600	97.7	7,000	-7.0
経常利益	1,540	9,431	3,200	107.8	7,000	-25.8
親会社株主に帰属する当期純利益	4,166	12,526	3,500	-16.0	7,000	-44.1
平均為替レート (¥/\$)	109.90	112.06	120.00	n/a	120.00	n/a
平均燃料油価格 (\$/MT)	514	558	860	n/a	760	n/a
Panamax (\$)	29,492	27,416	n/a	n/a	20,000	n/a
Small Handy (\$)	23,783	23,029	n/a	n/a	19,000	n/a

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun's FY21 1H & FY21 Tanshin and Earnings Presentation Material



Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun's FY21 earning results presentation material.

海運業セグメント

現中期経営計画における FY22 の海運業セグメントの営業利益予想は、2,500~3,500 百万円(前期比 26.5%減~2.9%増)である。セグメント売上高予想は開示されていないが、99,000~100,000 百万円程度と推測する(弊社予想)。業績の前提条件は、1) 円ドルレート 120 円、2) 年平均バンカー価格\$760/MT (上期では\$860/MT)、3) パナマックス市況一日あたり\$20,000、4) スモールハンディ市況一日あたり\$19,000。同社ではウクライナの状況の事態の長期化に伴い今後の動向に注意を要すると考えているが、対ロシア制裁やウクライナ・ロシア産貨物の輸出が滞る事に因る影響は、短期的にはニュートラルとの見方である。各市況の見方は以下である。

1. ドライバルク船: ウクライナは穀物地帯に位置しており、そこでの紛争であることから穀物や他の貨物の荷動きに影響が出る可能性はあるが、需給バランスは引き続き逼迫した状況が続く。短期的には黒海発着からの荷動きが減少するという悪影響はあるものの、荷動きパターン変化によるトンマイル増はプラスとなる可能性。

- ケミカルタンカー：対ロシア経済制裁に伴い石油製品の物流が変化。ポジティブな動きとしては、市況の好転によりプロダクトタンカーがケミカルタンカー市場から退出。またロシアから欧州へ輸出されていた石油化学製品の代替として中東、米国およびアジアから欧州向け輸出需要が増加し、運賃上昇につながっている状況が続く。市況は引き続き世界経済、プロダクトタンカーの動向、コロナ禍での制限の影響を受けるが、新造船竣工は少なく、市況は底堅く推移。
- 大型ガス (LPG) 船：対ロシア制裁による影響は限定的。今期は約 25 隻の新造 VLGC の竣工が見込まれるが、一方で解撤となる老齢船が少ないことから、隻数減とはならず需給バランスは悪化。一方で、中国の PDH プラントの増設やインド・東南アジアでの民生需要の増加などに加えて、原油価格の高騰により LPG の価格競争力が相対的に高まっているため、コロナ禍においても LPG 需要は世界的に堅調と見込まれる。パナマ運河での滞船も船腹需給の一時的な引き締め作用するため、全体として市況は比較的安定して推移する。

不動産セグメント

不動産セグメントでは、営業利益 4,100 百万円(前期比 2.4%減)を見込む。同セグメントの保有不動産に大きな変化がないと仮定し、以下の前提条件を想定すると、今期の同セグメント売上高は、昨年度と同程度の 12,000~13,000 百万円で推移すると見込む。

- 高稼働率の継続により、安定した収入が見込める。
- 一部物件において、修繕費用が発生。
- イノホールやフォト・スタジオ等の商業施設の稼働が、コロナ禍での制限が緩和されるに伴い、徐々に回復する。

中期経営計画(FY2020~2022)

現在の中期経営計画は FY20 から FY22 までの 3 年間にわたり実施され FY22 は最終年度にあたる。前回の中期経営計画では、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が、現在の中期経営計画で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。注力ポイントは以下の 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では、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。例えばサステナビリティ関連のプロジェクトでは米国シリコンバレーのスタートアップ企業との共働チームを立ち上げた。このようなスタートアップとの共働プロジェクトはすぐに収益を生むわけではない。しかしまずは自社にはない知見を持つ他社と協業するというカルチャーを創造することを目指している。

現在の中期経営計画の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、同社は FY21 に営業利益の目標を達成済みである。これは予想以上に海運市況が好調だったことの影響による。

同社では現在の中期経営計画の前提として、FY21 パナマックスの運賃を 1 日あたり\$10,000~11,000、スモールハンディは 1 日あたり \$8,500~9,000 と予想していた (いずれも太平洋ラウンドの場合)。しかし実際にはパナマックスの市況は同\$27,416、スモールハンディの市況は同\$23,029 であったため、海運業の営業利益の目標レンジである 2,500 百万円~3,500 百万円を押し上げる結果となった。一方で、燃料油の価格は\$650/MT で予想していたが実際には \$558/MT となった。FY21 の ROE は会社目標の 8%を上回り 14.6%を達成した。これは子会社における受取利息配当金 2,122 百万円、保有船の売却益 4,428 百万円があったことにより経常利益、当期純利益を押し上げたことによる。

中期経営計画の最終年度 (FY22) の直近の営業利益予想では 7,000 百万円 (うち、海運業が 2,900 百万円、不動産業が 4,100 百万円) を見込む。現中計策定時点での FY22 営業利益の目標 7,500~8,500 百万円 (うち海運業が 2,500~3,500 百万円、不動産業が 5,000 百万円) に比べ今期の予想は低くなっているが、これは市況の前提を低く見ているため。今期のパナマックスの市況は 1 日あたり\$20,000、スモールハンディは同\$19,000 と予想しており、ケミカルタンカー、および大型ガス (LPG) 船市況は安定して推移、ドライバルク船市況については、需給バランスはタイトであり、市況は堅調に推移すると見ている。

過去の業績及び中期経営計画目標値(FY20~22)								
(百万円)	FY20	FY21		FY22		FY30		
	Results	Target	Results	Target	3-yr CAGR (%)	CE	Target	10-yr CAGR (%)
売上高	88,916	90,000~110,000	104,100	90,000~110,000	0.3~7.2	112,000	160,000	6.1
営業利益	6,831	7,000~8,000	7,524	7,500~8,500	23.6~28.8	7,000	12,000	5.8
海運業	2,968	2,500~3,500	3,373	2,500~3,500	27.0~42.1	2,900	6,000	7.3
不動産業	3,863	4,500	4,150	5,000	22.0	4,100	6,000	4.5
経常利益	6,810	6,500~7,500	9,431	7,000~8,000	26.5~32.3	7,000	10,000	3.9
親会社株主に帰属する当期利益	7,655	6,000~7,000	12,526	7,000~8,000	22.7~28.3	7,000	10,000	2.7
EBITDA	18,800	19,000~20,000	21,100	19,500~20,500	11.9~13.8	n/a	25,000	2.9
ROE (%)	10.0	7.0~8.0	14.6	8.0~9.0	n/a	n/a	10.0	n/a
D/E レシオ(x)	1.65	max 2.0	1.32	max 2.0	n/a	n/a	max 2.0	n/a
為替前提(¥/US\$)	105.79	105.00	112.06	105.00	n/a	120.00	n/a	n/a
平均バンカー価格 (C 重油, US\$/MT)	346	650	558	650	n/a	760	n/a	n/a
平均バンカー価格 (適合油, US\$/MT)								
Panamax (\$/day)	10,024	10,000~11,000	27,416	11,500~12,500	n/a	20,000	n/a	n/a
Smallhandy (\$/day)	7,623	8,500~9,000	23,029	9,500~10,000	n/a	19,000	n/a	n/a

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Medium-term Management Plan, FY20 and FY21 earnings results presentation materials

ESG・SDGs への対応

同社はサステナビリティへの取り組みを真摯に受け止め、全社横断的な環境課題への対応、ロードマップの策定、経営陣への定期的なデータ報告のための IINO 環境タスクフォースを 2020 年に別途設置し、2022 年 6 月にはサステナビリティに重点を置いた経営をより一層強化するために IINO 環境タスクフォースや業務管理部及びビル事業部内の担当部署を組織変更しサステナビリティ推進部を新設する。

海運業には、船舶の整備のみならず安全かつ高度な品質管理が求められており、特に業界の環境負荷低減への圧力が高まっている。

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や規制を設定し、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 燃料船等に置き換えるなど、より厳しい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. 運航効率化により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。
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。
3. 国際 NGO である CDP の「気候変動スコア 2021」において「B」評価を取得。
4. 2021 年 10 月に三井物産とアンモニア運搬船の定期備船契約を締結したが、同契約では 2023 年 12 月竣工 (予定) 後にアンモニア燃料エンジンの搭載が可能となっている。ゼロエミッション燃料船として期待されるアンモニア燃料船の第一歩として取り組む。
5. メタノール・LPG 二元燃料船や次世代燃料船の導入、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 (GHG) 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)。従来の燃料油

に加えて LPG も燃料として使用できる、二元燃料エンジンを搭載した VLGC 2 隻（1 隻は 2022 年 2 月竣工、もう 1 隻は 2023 年に竣工予定）は GHG 排出量を約 20%削減。

不動産業で、飯野海運が保有する国内オフィスビルは GHG 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 GHG 排出量を 2030 年には 50%削減することを目指す（2013 年比）。FY20 末時点では、目標に対し海運業で 33.7%、不動産業で 9.3%の進捗率となった。

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、2 名の社外監査役を含む計 3 名の監査役会がある。取締役と監査役を合わせて 12 名のうち半数の 6 名が社外である。2022 年 6 月 28 日に開催される株主総会において、取締役会の機能強化を目的として、女性の社外取締役の選任議案と、取締役の任期を現行の 2 年から 1 年に変更する議案を付議する。

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：

同社は 2022 年 3 月時点の貸借対照表によると、18,675 百万円の投資有価証券を保有しており、現在の時価総額の約 25%に至る。現時点で入手可能な有価証券報告書（2020 年度、2021 年 6 月 25 日発行）によれば、投資先は上場企業 36 社で、うち 17 社が持ち合い株であった（2021 年 3 月時点）。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。持ち合い株の見直しプロセスは、2021 年 6 月 11 日に施行された、改訂コーポレートガバナンス・コード（CGC）に準拠している。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、2022 年 6 月 28 日に開催される株主総会にて継続する議案を付議する。同防衛策は、改訂コーポレートガバナンス・コードに基づいており、また 20%以上の議決権を取得しようとする投資家に対して発動を可能としたものである。

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十分な情報と時間を確保するため
- 敵対的な企業買収が買付者自身の短期的な売買益を求めめるための行為であり、同社の企業価値と株主の利益を著しく棄損すると判断された場合の対応措置として

同社の防衛策は、利益相反を避けるため行使できる基準を規定している。つまり実際に対抗措置を発動する場合、取締役会で決議する前に、独立した特別委員会と協議するか、株主の意向を確認するために株主総会での決議を要する仕組みとなっている。同社の中長期的な企業価値・株主共同の利益の向上につながると判断した場合、同社が大規模買付行為を無条件に否定することはない。

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, Ltd. 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 2022 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

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).