

飯野海運株式会社 (9119 JP)

堅調な海運業市況に支えられ、FY22 通期業績は過去最高益を更新する見込み。

FY22 上期決算

飯野海運は、想定を上回る上期の好決算に加え、ケミカルタンカーの好市況が継続するとの予想から、FY22 通期予想を上方修正した。同社の FY22 上期 (3 月決算) 売上高は 70,474 百万円 (前年同期比 43.9%増)、営業利益は 10,482 百万円 (同 475.6%増) となり、8 月 2 日に上方修正した予想 (FY22 上期売上高 65,000 百万円、同 32.7%増・営業利益 7,900 百万円、同 333.8%増) を上回った。好業績の主な要因は以下の 2 つである。

1. ケミカルタンカー市況の堅調な推移

FY22 上期営業利益 (同 8,661 百万円増、475.6%増) の増益分のうち、4,040 百万円はケミカルタンカー事業から創出されており、今回の上方修正に繋がった。同事業の 77%を占める安定的な数量輸送契約に加え、アジア出しスポット貨物を積極的に取り込んだ結果、同事業の運航採算が大幅に改善した。

2. ドライバルク船の好市況

ドライバルク船事業は好市況を享受し、上期営業利益増益分 (同 8,661 百万円増) のうち、1,410 百万円を貢献した。

3. また、第 2 四半期に急速に進行した円安等による増益が約 1,520 百万円となった。今上期においては、営業利益における為替の影響以外に、営業外で為替差益 1,362 百万円を計上した。その影響もあり、上期の経常利益は前年同期比 668.3%増となった。

4. 同社の基本方針である配当性向 30%に基づき、中間配当は FY21 上期の一株当たり 11 円に対して、27 円と決定した。

業績サマリー: 飯野海運 (9119 JP)

(百万円)	FY20		FY21		FY22	
	FY	1H	FY21	1H	YoY (%)	
売上高	88,916	48,981	104,100	70,474	43.9	
営業利益	6,831	1,821	7,524	10,482	475.6	
経常利益	6,810	1,540	9,431	11,835	668.3	
当期利益*	7,655	4,166	12,526	14,421	246.1	
期中平均、¥/\$	105.79	109.9	112.06	131.56	n/a	
平均燃料油価格 (\$/MT)	346	514	558	910	n/a	

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun FY21 and FY22 1H Results Presentation Material
* NP attributed to the parent's shareholders

セグメント別決算概要

同社事業は、1) 海運業、2) 不動産業、の 2 つに大別される。いずれの部門も、必要不可欠な社会インフラを提供する。

海運業セグメント

同社の海運業は、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) 乾貨物輸送を担うドライバルク船、3) 内航・近海輸送を担う小型ガス船から成る。日本の大手海運会社とは異なり、同社はコンテナ船の運航はしていない。2022 年 9 月現在、同社グループが運航する運航船腹数は 97 隻 (社船 47 隻、用船 50 隻) であった。同事業の FY22 上期売上高は 64,106 百万円 (前年同期比 48.4%増)、営業利益は 8,399 百万円 (FY21 上期は営業損失 163 百万円) となった。

エグゼクティブサマリー

- 飯野海運は、FY22 上期の好決算に加え、堅調なケミカルタンカー市況の継続を見込み、FY22 通期予想を上方修正した。同社の FY22 上期決算は、売上高 70,474 百万円 (前年同期比 43.9%増) に対して、営業利益は 10,482 百万円 (同 475.6%増) と大幅に伸長し、8 月 2 日に上方修正した予想を上回った。
- 海運業の FY22 上期売上高は 64,106 百万円 (前年同期比 48.4%増)、営業利益は 8,399 百万円 (FY21 上期は 163 百万円の営業損失) となった。うち、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外航海運業の FY22 上期売上高は、58,781 百万円 (同 51.9%増)、営業利益は 8,153 百万円 (FY21 上期は 271 百万円の営業損失) となった。不動産業は引き続き堅調に推移し、FY22 上期売上高は 6,368 百万円 (同 10.3%増)、営業利益 2,084 百万円 (同 5.0%増) となった。
- 想定以上に好業績となった FY22 上期決算に加え、ケミカルタンカー市況が高水準で推移していることを踏まえ、FY22 通期ガイダンスを売上高 123,000 百万円 (前期比 18.2%増) から 138,000 百万円 (同 32.6%増) に、営業利益 11,800 百万円 (同 56.8%増) から 14,700 百万円 (同 95.4%増) にそれぞれ上方修正した。これに伴い、FY22 年間配当予想も同社の基本方針である配当性向 30%に基づいて修正され、一株当たり 47 円から 53 円 (同 47.2%増) となった。
- 中期経営計画の最終年度となる FY22 の数値目標は FY21 にすでに達成済みだが、達成は海運業市況を追い風にした結果であった。同社の事業ポートフォリオに安定収益をもたらす不動産業は、追加の修繕費用発生のため中期経営計画の目標を下振れた。同社経営陣は、企業のリモートワーク化が進む中、東京のオフィス賃貸市場は、転換点を迎えていると見ている。

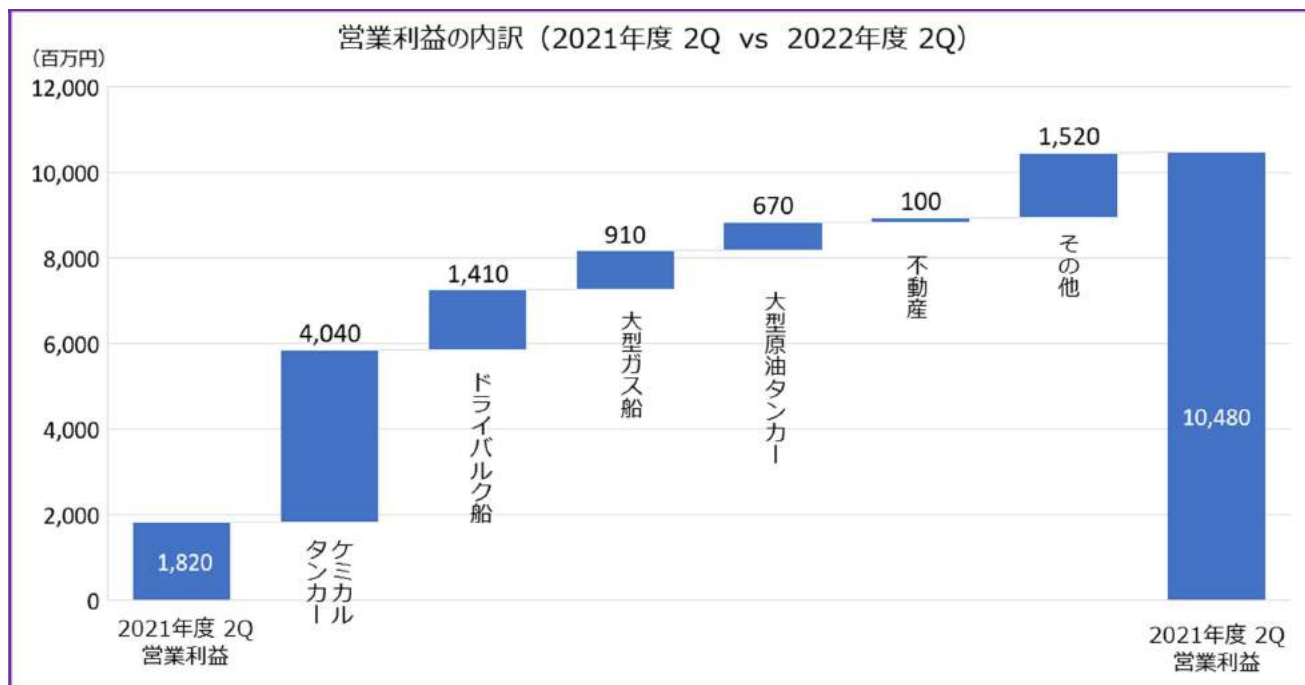
海運業はさらに以下の 2 つのサブセグメントに分類される。

- 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、市況変動の影響を低減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FY22上期売上高は58,781百万円（同51.9%増）、営業利益は8,153百万円（同8,424百万円増、FY21上期は営業損失271百万円）となった。各事業の概要は以下の通り。
 - ケミカルタンカー：同社の基幹航路である中東域から欧州及びアジア向けをはじめとする安定的な数量輸送契約に加え、アジア出しのスポット貨物を積極的に取り込んだことで、運航採算は大きく向上した。その結果、FY22上期の営業利益を4,040百万円押し上げた。以下の2つの市況要因も追い風となった。
 - I. 競合するプロダクトタンカーがケミカルタンカー市況の上昇を受けケミカルタンカー市場から退出したことにより、船腹需給が引き締まり上昇した。
 - II. ウクライナ情勢を背景にアジア、中東および米国から欧州へのスポット輸送需要が想定以上に拡大した。その結果、ケミカルタンカー市場の船腹供給がさらに逼迫した。同社のケミカルタンカー事業の約23%がスポット契約から成る。中国港湾の検疫体制強化も追い打ちをかけ、同市場の需給バランスはFY22下期も引き続き逼迫する見通し。
 - ドライバルク船：専用船の順調な稼働に加え、ポストパナマックス型およびハンディ型を中心とする不定期船の効率的な配船と運航に努めた結果、運航採算は大幅に改善し、FY22上期営業利益の増益に1,410百万円貢献した。ドライバルク船市況は、ウクライナ情勢による輸送航路の変更を受け当初は堅調だったものの、米国の金融政策による景気の減速やゼロコロナ政策を継続する中国発着荷動きの減少等により、第2四半期にピークアウトし軟化傾向となった。同社事業では、専用船の高稼働が運航採算の改善に繋がった。
 - 大型原油タンカーおよび大型ガス（LPG/LNG）船：大型ガス船事業は、VLGC市況上昇や入渠費用剥落によりFY22上期営業利益に910百万円貢献した。LPG船市況は、中国PDH（プロパン脱水素装置）プラントの定期修繕完了等によるアジア向け需要の回復により堅調に推移した。さらに、北米産LPGの輸出量の増加やパナマでの滞船による船腹需給の引き締め等がLPG船市況を世界的に下支えた。同社のLPG船事業の16%が市況連動船契約から成る。

大型原油タンカー市況は、ロシア産原油の代替として中東や北米から欧州への輸送需要が増加したため、7月以降は上昇基調となった。これを受けて同社の大型原油タンカー事業は、FY22上期の営業利益に約670百万円貢献した。LNG船、大型原油タンカー事業のいずれもスポット輸送は行っていない。同社は資産効率向上のため大型原油タンカー一隻を売却した。
- 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株式会社（IGT）他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。同事業のFY22上期売上高は5,325百万円（同18.1%増）、営業利益は246百万円（同127.8%増）となった。

不動産業セグメント

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 を含む計7棟のオフィスビルを所有、運営・管理する。同セグメントのFY22上期決算は、売上高6,368百万円（前年同期比10.3%増）、営業利益2,084百万円（同5.0%増）となった。都心のオフィスビル賃貸市場の空室率は、上期も6%台と以前高い水準で推移している。事務所集約移転等の新規の需要も見られるようになったが、大企業を中心とするリモートワークの促進がオフィス解約の動きに繋がっている。同様に、英国ロンドンのオフィスビル賃貸市場も低迷が続いている。日比谷フォートタワーからの収益貢献に加え、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ースタジオの稼働回復が収益を押し上げた。同社のフラッグシップビルである飯野ビルディングの入居率は引き続き100%となっている。



Source: IINO Kaiun FY2022 Q2 earnings results supplementary presentation

(百万円)		FY19		FY20		FY21		FY22	
		1H	FY	1H	FY	1H	FY	1H	YoY (%)
外航海運業	売上高	34,707	68,891	33,874	69,641	38,698	82,408	58,781	51.9
	営業利益	-18	651	1,813	2,463	-271	2,860	8,153	n/a
	OPM (%)	n/a	0.9	5.4	3.5	n/a	3.5	13.9	n/a
内航・近海海運業	売上高	4,331	8,717	4,019	8,225	4,509	9,535	5,325	18.1
	営業利益	228	570	217	505	108	513	246	127.8
	OPM (%)	5.3	6.5	5.4	6.1	2.4	5.4	4.6	+2.2pp
海運業合計	売上高	39,038	77,608	37,893	77,866	43,207	91,943	64,106	48.4
	営業利益	210	1,221	2,030	2,968	-163	3,373	8,399	n/a
	OPM (%)	0.5	1.6	5.4	3.8	n/a	3.7	13.1	n/a
不動産業	売上高	5,911	11,571	5,345	11,049	5,774	12,158	6,368	10.3
	営業利益	901	2,755	1,894	3,863	1,984	4,150	2,084	5.0
	OPM (%)	15.2	23.8	35.4	35.0	34.4	34.1	32.7	-1.7pp
連結財務諸表合計	売上高	44,949	89,179	43,238	88,916	48,981	104,100	70,474	43.9
	営業利益	1,111	3,976	3,923	6,831	1,821	7,524	10,482	475.6
	OPM (%)	2.5	4.5	9.1	7.7	3.7	7.2	14.9	+11.2pp

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Yukashokenhokusho (YUHO) and FY21 & FY22 1H Tanshin

FY22 業績予想

同社は 8 月 2 日に行った FY22 通期予想の上方修正に続き、2 回目の上方修正を行った。下期にはドライバルク船市況の軟化や入渠費用の増加が見込まれるものの、想定以上に好業績となった FY22 上期決算に加え、ケミカルタンカー市況が高水準で推移していることを踏まえ、修正に踏み切った。その結果 FY22 通期ガイダンスは、売上高が 123,000 百万円 (前期比 18.2%増) から 138,000 百万円 (同 32.6%増) に、営業利益が 11,800 百万円 (同 56.8%増) から 14,700 百万円 (同 96%増) にそれぞれ修正された。これに伴い、FY22 年間配当予想も同社の基本方針である配当性向 30%に基づいて修正され、一株当たり 40 円から 53 円 (FY21 年間配当 36 円から 47.2%増) となった。

中期経営計画の最終年度となる FY22 の目標は、売上高 90,000 - 110,000 百万円 (3 年間の CAGR 0.3% - 7.2%)、営業利益 7,500 - 8,500 百万円 (3 年間の CAGR 23.6% - 28.8%) であったが、同社は比較的堅調な海運市況を背景に FY21 にすでにこの目標を達成した。中期経営計画の FY22 の前提は、パナマックス市況 1 日あたり\$11,500 - \$12,500, スモールハンディ市況 1 日あたり\$9,500 - \$10,000 (とも

に太平洋ラウンド)であったが、FY22 上期の実際の市況は、パナマックス\$20,146、スモールハンディ\$20,159と中期経営計画の前提(前述)および通期予想の前提(パナマックス\$17,823、スモールハンディ\$16,955)を共に上振れた。その結果、海運業セグメントの営業利益は、中期経営計画の目標(2,500 百万円-3,500 百万円)をはるかに超える結果となった。また、バンカー(燃料油)の中期経営計画の FY22 の前提は \$650/MT であったが、FY22 上期の実際の市況は\$910/MT となり、通期\$855/MT を前提にしている。いずれにしろ、バンカー市況の価格変動は顧客に転嫁され、同社の事業の大半は数量輸送契約から成っているため、バンカー市況の業績への影響は軽微である。

同社の経営陣は、中期経営計画 3 年間のうち半分以上はコロナ禍であったにもかかわらず、計画目標を十分に達成したと見ている。同社の海運業は、コロナ禍およびウクライナ情勢による海上物流の変化を追い風に伸長し、その結果同社は FY22 に過去最高益を達成する見込みである。中期経営計画に対する経営陣の評価は以下である。

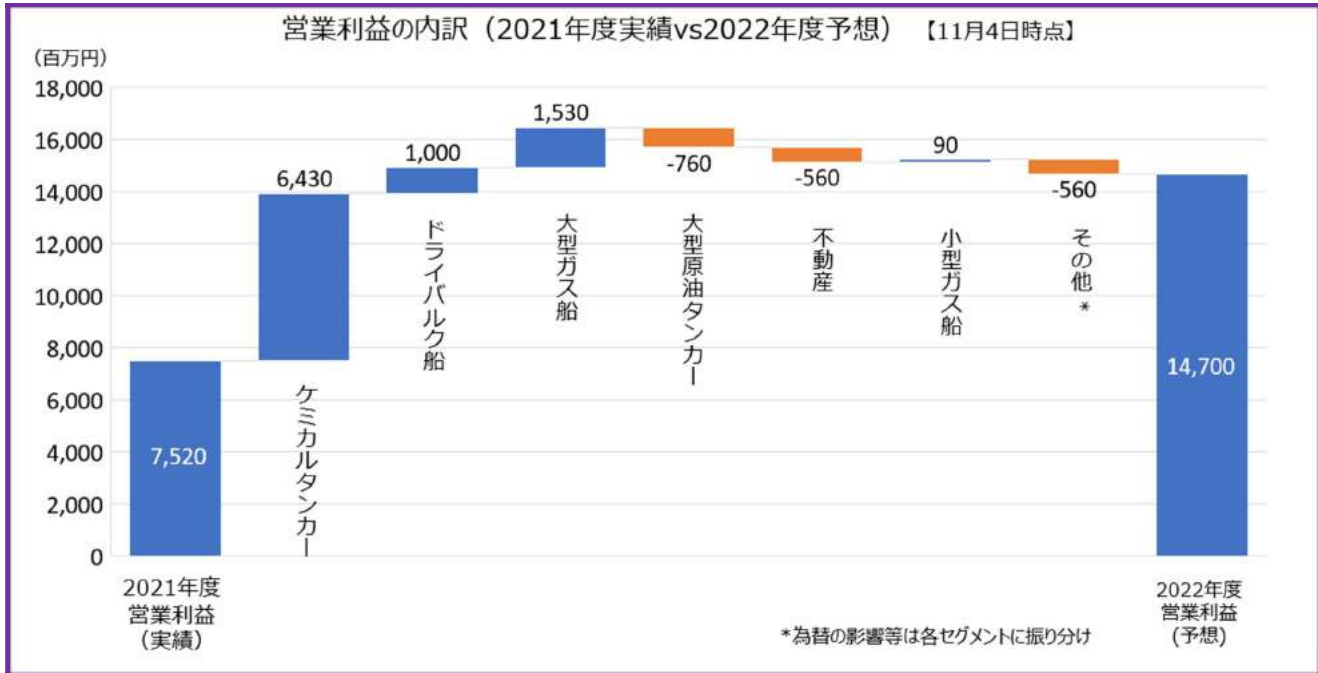
1. ケミカルタンカー事業に注力した同社の戦略が実を結んだ。
2. 同社の今後の戦略立案を担う新設の事業戦略部が好スタートを切った。その一例として、同社はシリコンバレーのスタートアップとサステナビリティへの取り組みで協業を開始した。
3. ガス船部門では 99,000m³大型液化エタン船(VLEC) 2 隻の長期定期用船契約を、英国を拠点とする化学メーカー大手 INEOS 社(非上場)と締結した。2 隻はそれぞれ 2025 年と 2026 年に竣工予定である。取得価額は 2022 年 3 月期末日における同社の連結純資産 91,333 百万円の 30%以上に相当する額としている。

一方、中期経営計画の目標を下回るの是不動産事業となる。追加の修繕費用により FY22 通期ガイダンスの営業利益を 5,000 百万円から 3,600 百万円に下方修正した。同社は、企業のリモートワーク化により、東京の主要オフィス市場における需要が構造的に変化し、オフィス賃料にマイナス影響を与える可能性があるとしている。なお、同社は海外の不動産案件にも取り組んでおり、直近では竹中工務店、中央日本土地建物株式会社、野村不動産ホールディングス(3231 JP)、現地企業 2 社と共同で米国オレゴン州ポートランドでの賃貸住宅と商業・オフィスの複合再開発事業に参画した。海外不動産プロジェクトの参画を通して、海外不動産事業の知見を積み上げることを目指す。

FY22 業績ガイダンス (修正後)								
(百万円)	FY21			FY22				
	1H	2H	FY	1H	YoY (%)	2HCE	FYCE	YoY (%)
売上高	48,981	55,119	104,100	70,474	43.9	67,526	138,000	32.6
営業利益	1,821	5,703	7,524	10,482	475.6	4,218	14,700	95.4
経常利益	1,540	7,891	9,431	11,835	668.3	4,365	16,200	71.8
当期利益*	4,166	8,360	12,526	14,421	246.1	4,179	18,600	48.5
期中平均、¥/\$	109.90	114.22	112.06	131.56	n/a	140.00	135.78	n/a
平均燃料油価格 (\$/MT)	383	733	558	910	n/a	800	855	n/a
Panamax (\$)	29,492	25,340	27,416	20,146	n/a	15,500	17,823	n/a
Small Handy (\$)	23,783	22,275	23,029	20,159	n/a	13,750	16,955	n/a

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun FY22 1H Tanshin and Earnings Presentation Material

* NP attributed to the parent's shareholders



Source: IINO Kaiun FY2022 Q2 earnings results supplementary presentation

海運業セグメント

海運業セグメントの FY22 営業利益の会社予想は 11,100 百万円 (前期比+229.1%) であり、セグメント 売上高予想は開示されていないが、120,000~125,000 百万円程度と推測する(Nippon-IBR 社 予想)。同社の FY22 業績予想に反映されている下期の前提条件は、1)円ドルレート 140.00 円 (下期の為替感応度は 1 ドルにつき 1 円の変動で約 45 百万円と想定)、2) 下期平均バンカー価格\$800/MT、3) パナマックス市況一日あたり\$15,500、4) スモールハンディ市況一日あたり\$13,750 である。通期換算をすると 1)円ドルレート 135.78 円、2)年平均バンカー価格\$855/MT、3)パナマックス市況一日あたり\$17,823、4)スモールハンディ市況一日あたり\$16,955 となる。

同社の各市況の見方は以下の通りである。

1. ケミカルタンカー：新造船流入は限定的で市況は総じて底堅く推移するが、新規発注は鋼材価格の上昇等による建造価格上昇により減少した。環境規制対策の見極めの遅延などもあり新造船の流入は限定的。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で船腹需給が逼迫している。また、世界経済の停滞等が懸念材料として残る。一方でウクライナ情勢等に起因したアジア、米国や中東から欧州への石油・石油製品やケミカル製品輸送の需要は引き続き堅調で、ロシアから欧州への輸出よりも航路が長距離となるため、ケミカルタンカーの海上荷動きは引き続き上昇が見込まれる。足元の世界的なインフレによる需要の減少や、それに伴う金融引き締めなどによる世界経済の停滞が懸念要因となろう。今後もプロダクトタンカーの動向などの影響が予想されるが新造船竣工量は少なく、市況は底堅く推移すると見ている。航海距離の伸長や石油化学プラントの新規稼働は、底堅い市況の後押し材料となろう。
2. ドライバルク船：同セグメントの中で下期において市況の見通しは不透明感が強いのがドライバルク船の市況である。中国での景気減速を中心とする世界経済の停滞、物流網の混乱解消による船腹供給量の増加により市況は軟化すると同社は見ている。中国での大規模滞船や世界的な物流網の混乱も徐々に解消してきており、需要面での悪化と船腹供給量の実質的な増加を見込む。ウクライナ情勢による石炭・穀物等の物流の変化も市況を支えるほどには至っていないため、不透明感は強い。
3. 大型ガス (LPG) 船：船腹需給バランス悪化による影響はあるものの、市況は比較的安定して推移すると見ている。2022 年は 20 隻程度の新造 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する見通し。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、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に作用するため、全体として LPG 船市況は比較的安定して推移すると見ている。

不動産業セグメント

不動産業セグメントでは、FY22 営業利益 3,600 百万円(前期比 13.3%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、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（弊社予想）。弊社予想の前提条件は以下の通り。

1. 高稼働率の継続により、安定した収入が見込める。
2. 一部物件において、高額な修繕費用が発生。
3. イ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。

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		
	実績	目標	実績	目標	3-yr CAGR (%)	通期予(新)	YoY (%)	目標	10-yr CAGR (%)
売上高	88,916	90,000~110,000	104,100	90,000~110,000	0.3~7.2	138,000	32.6	160,000	6.1
営業利益	6,831	7,000~8,000	7,524	7,500~8,500	23.6~28.8	14,700	95.4	12,000	5.8
海運業	2,968	2,500~3,500	3,373	2,500~3,500	27.0~42.1	11,100	229.1	6,000	7.3
不動産業	3,863	4,500	4,150	5,000	22.0	3,600	-13.3	6,000	4.5
経常利益	6,810	6,500~7,500	9,431	7,000~8,000	26.5~32.3	16,200	71.8	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	18,600	48.5	10,000	2.7
EBITDA	18,800	19,000~20,000	21,100	19,500~20,500	11.9~13.8	n/a	n/a	25,000	2.9
ROE (%)	10.0	7.0~8.0	14.6	8.0~9.0	n/a	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	n/a	max 2.0	n/a
為替前提(¥/US\$)	105.79	105.00	112.06	105.00	n/a	140.00	n/a	n/a	n/a
平均バンカー価格 (C 重油, US\$/MT)	346	650	558	650	n/a	800	n/a	n/a	n/a
平均バンカー価格 (適合油, US\$/MT)							n/a		
Panamax (\$/day)	10,024	10,000~11,000	27,416	11,500~12,500	n/a	15,500	n/a	n/a	n/a
Smallhandy (\$/day)	7,623	8,500~9,000	23,029	9,500~10,000	n/a	13,750	n/a	n/a	n/a

Source: Nippon-IBR based on IINO Kaiun Medium-term Management Plan, FY20, FY21 and FY22 1H earnings results presentation materials

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. 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).