



# 飯野海運 (9119)

## 海運市況の調整局面を強固な基盤で乗り切る

2026 年 9 月 18 日

### 2026 年ディープダイブ・レビュー

株価: 1,753 円 時価総額: 1,855 億円

- ディフェンシブな海運会社が、攻めの投資へ - 海運は市況変動の大きい産業であり、収益のボラティリティは長年にわたり投資家にとって同セクター最大の弱点とされてきた。飯野海運は、不動産業と海運業を組み合わせることで、収益変動の抑制に成功してきた。2015 年 3 月期から 2021 年 3 月期に及ぶ海運市況の下降局面では、国内大手各社が複数年にわたり赤字を計上し BVPS を大きく減少させたのに対し、同社は 7 期すべてで黒字を確保し、BVPS を 26.9% 成長させた。その飯野海運が今、バランスシートを活用した成長投資に踏み出している。新中期経営計画により同社は投資フェーズへと移行し、過去最大規模の設備投資計画と、ROIC および ROE を軸とする資本配分の枠組みを打ち出した。当社は、中期経営計画に示された投資計画により、同社がホルムズ海峡の封鎖で変動がより大きくなった海運市況を乗り越え、中長期的な成長を実現する体制が整うとみる。



出所:ブルームバーグ

### 新エネルギーを軸とした成長

新中期経営計画はエネルギー転換を軸とした成長を描く - 同社が公表した 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期の中期経営計画は、総額 2,000 億円の設備投資を柱とする。うち 650 億円を成長・新規事業に配分し、VLEC・VLGC 等により脱炭素・新燃料需要の段階的な成長機会を取り込むとともに、アンモニアや液化 CO<sub>2</sub>といった新燃料・次世代貨物の参入を目指す。また主力事業に 500 億円、周辺領域への戦略投資に 400 億円を投じる。さらに、450 億円を安定・成熟事業に配分し、不動産業では資本効率の向上と収益力強化に向け不動産成長戦略を策定中。また、不動産の資産価値を考慮した財務レバレッジを積極的に活用し D/E レシオを高めることで、成長投資の機会を取り込む方針。

2027 年 3 月期第 1 四半期の好調を受け会社予想を上方修正 - 同社は、想定を上回るケミカルタンカー・ドライバルク市況と為替の追い風を背景に、2027 年 3 月期の営業利益予想を 91 億円から 120 億円へ、1 株当たり配当を 46 円から 53 円へ引き上げた。ドライバルク船隊の約 60%がスポット契約であり、堅調な運賃水準が続けば会社予想には更なる上振れ余地があると考え。

- バリュエーション - 当社の業績予想に基づく、同社株は 2027 年 3 月期予想 PER 13.2 倍、PBR 1.1 倍で取引されている。

| 年度           | 3/25   | 3/26   | 3/27E  | 3/28E  | 3/29E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高(10 億円)   | 141.87 | 127.30 | 135.86 | 141.51 | 150.27 |
| 営業利益(10 億円)  | 17.10  | 13.44  | 11.92  | 14.76  | 16.21  |
| 純利益(10 億円)   | 18.37  | 15.39  | 14.11  | 14.93  | 16.47  |
| EPS(円)       | 173.60 | 145.47 | 133.33 | 141.15 | 155.64 |
| 1 株当たり配当(円)  | 58.00  | 59.00  | 53.00  | 55.00  | 61.00  |
| 売上高伸び率(%)    | +2.8   | -10.3  | +6.7   | +4.2   | +6.2   |
| 営業利益成長率(%)   | -10.3  | -21.4  | -11.3  | +23.8  | +9.8   |
| 純利益成長率(%)    | -7.0   | -16.2  | -8.3   | +5.9   | +10.3  |
| EPS 成長率(%)   | -7.0   | -16.2  | -8.3   | +5.9   | +10.3  |
| PER(倍)       | 10.1   | 12.1   | 13.2   | 12.5   | 11.3   |
| EV/EBITDA(倍) | 9.4    | 10.2   | 11.9   | 9.2    | 8.5    |
| EV/売上高(倍)    | 2.2    | 2.5    | 2.3    | 2.2    | 2.1    |
| PBR(倍)       | 1.3    | 1.2    | 1.1    | 1.1    | 1.0    |
| ROE(%)       | 13.2   | 10.1   | 9.0    | 8.7    | 9.4    |
| ROCE(%)      | 7.2    | 4.5    | 3.6    | 4.1    | 4.2    |
| FCF 利回り(%)   | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 配当利回り(%)     | 3.3    | 3.4    | 3.0    | 3.1    | 3.5    |

出所:会社データ、アストリス・アドバイザー(推定)

#### リターン

|       | 年初来   | 1 ヶ月  | 3 ヶ月  | 12 ヶ月 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 絶対(%) | +26.4 | +9.0  | +26.2 | +47.3 |
| 相対(%) | +6.3  | +11.1 | +24.2 | +17.2 |

#### セクター

海運および不動産  
海運(GICS 分類)

#### 株式データ

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 株価(円)                  | 1,753         |
| 時価総額(10 億円)            | 185.5         |
| 時価総額(100 万ドル)          | 1,190.9       |
| 52 週レンジ(円)             | 1,130 - 1,932 |
| 発行株式数(100 万株)          | 105.8         |
| 日次平均出来高(100 万ドル)       | 3.3           |
| 浮動株(%)                 | 57.1          |
| 外国人株式保有比率(%)           | 11.0          |
| コード                    | 9119          |
| 取引所                    | Tokyo Prime   |
| 純有利子負債/自己資本(倍)         | 0.8           |
| ブルームバーグ 買い   ホールド   売り | 0   0   0     |

出所:ブルームバーグ

#### 事業概要

飯野海運は、エネルギー資源などの物資を対象とした国際海上輸送を展開するとともに、グローバルな不動産ポートフォリオの運用も手がけている。

#### アストリス・サステナビリティ ESG レーティング

|                | 参考格付け |
|----------------|-------|
| MSCI           | BBB   |
| Sustainalytics | -     |
| S&P Global     | 79.0  |
| Bloomberg      | 4.72  |
| CDP            | A-    |

#### イベント予定日

2026 年 11 月: 2027 年 3 月期第 2 四半期決算発表

電話: +81 3 6868 8797

Eメール: [Corporateresearch@astrisadvisory.com](mailto: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。業績見込みについては、当社(アストリス)の独自の分析に基づくものである。

## 目次

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| サマリー .....                           | 3  |
| 前回イニシエーション以降の主な動向 .....              | 4  |
| 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期 中期経営計画 ..... | 7  |
| 2027 年 3 月期第 1 四半期決算 .....           | 10 |
| 競争優位性 .....                          | 15 |
| 会社概要 .....                           | 19 |
| 企業理念 .....                           | 30 |
| ビジネスモデル .....                        | 31 |
| 同業他社分析 .....                         | 33 |
| 資本配分 .....                           | 39 |
| 当社の業績予想と主な前提条件 .....                 | 40 |
| 経営陣・役員 .....                         | 41 |
| その他の会社情報 .....                       | 44 |
| アストリス・クオンツシート .....                  | 45 |
| アストリス・サステナビリティ ESG 評価 .....          | 47 |
| 投資家とのディスカッションポイント .....              | 49 |



## サマリー

飯野海運株式会社は、1899 年に創業された日本でも最も歴史のある海運会社の一つであり、海運業（外航海運業、内航・近海海運業）と不動産業を運営している。競合他社が統合を通じて現在の日本の海運業界を形成する中であっても、同社は複数の海運・不動産市況サイクルを独自で乗り越え、独立を維持してきた。

当社は、飯野海運が日本の海運企業の中でも特異なディフェンシブ性を備えており、海運市況が停滞する局面においても安定的な利益成長を実現してきた点に注目している。このディフェンシブ性は、国内同業他社に対するプレミアム評価は妥当と考える。

当社の見解を裏付ける点は以下の通りである。

- 不動産業およびインフラ的な性質を有する内航・近海海運事業によって構成される安定的な収益基盤。これは、ボラティリティや収益特性の異なる事業を組み合わせるポートフォリオ戦略に基づくものであり、海運市況の変動に対する耐性を高めている。この戦略は、近年、他の大手国内海運会社も不動産業を安定収益源として位置付けている点でも注目される。
- 大手国内海運会社と比較して、より安定的かつ低ボラティリティの収益・ROE を実現し、特に海運市況が低迷する局面において BVPS 成長率において優位性を示してきた実績。
- 海運市況の循環に左右されることなく、成長投資を継続可能とする、不動産資産を背景とした高い財務柔軟性。

アストリス・アドバイザーでは、飯野海運が以下を通じて中期的な成長を実現すると予想している：

- 投資計画に基づく新造船の発注による利益の積み上げ。これに加えて、不動産業および海運業における賃料や運賃の改定および追加投資を通じた緩やかな成長。
- ホルムズ海峡の正常化によって燃料油と中心とする運航コストのインフレ率が過去の平常水準へと正常化することに伴う、利益率の漸進的な改善。老齢船の代替に向けた投資は、より高効率な新造船への更新を通じて、長期的に営業利益率の改善に繋がると見込まれる。

同社株式は、当社予想ベースで 2027 年 3 月期 PER 13.2 倍（前年比 EPS 成長率-8.3%）、PBR 1.11 倍で取引されている。

飯野海運の投資計画は、長期的に持続的な成長を牽引するものとする。

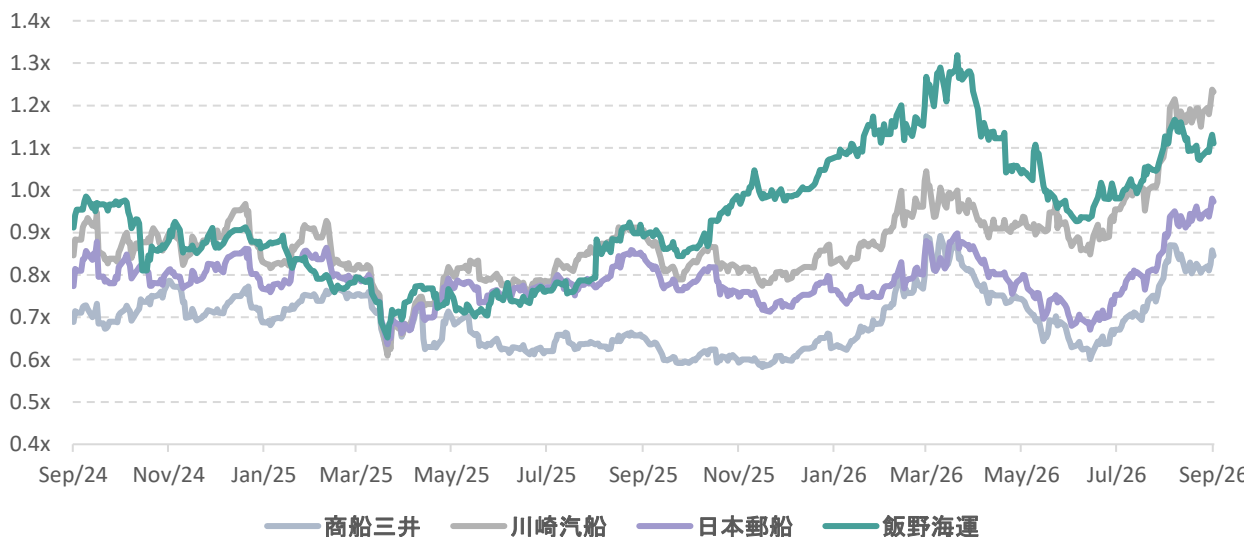
## 前回イニシエーション以降の主な動向

資本市場および海運セクターにおいて、投資家に対して指摘しておくべき動きがいくつかあった。このうち最も影響の大きい事象はホルムズ海峡の封鎖と、それが世界経済に及ぼした影響であるが、当該事象についてはすでに市場参加者の理解が十分に進んでいると判断する。飯野海運は厳しい事業環境を柔軟に乗り切っており、解決の道筋も見え始めていることから、本レポートでは他の論点に焦点を当てる。

## 飯野海運のバリュエーションはこの 1 年で切り上がった

飯野海運は PBR ベースで国内海運大手 3 社に対しプレミアムで取引されている。これは、同社の自律的な成長力と収益安定性の持続性が市場で次第に評価されるようになったことの表れと考える。

1 年前は同水準の PBR であったにもかかわらず、飯野海運は現在、商船三井および日本郵船に対して明確なプレミアムで取引されている  
国内海運同業他社との PBR バリュエーション推移 (2024~26 年)



出所: ファクトセット、アストリス・アドバイザリー

飯野海運の足元の PBR は 1.11 倍であり、国内海運大手 3 社の平均 1.02 倍を上回る。特筆すべきは、このバリュエーション・プレミアムがこの 1 年で生じた点である。2025 年 9 月時点では、飯野海運の PBR は 0.89 倍、大手 3 社平均は 0.80 倍であった。このプレミアムは年央以降縮小しており、2026 年 3 月末の約 39%から足元では 9%となっている。コンテナ船市況の改善見通しと堅調なドライバルク輸送需要を背景に、直近数か月は大手 3 社のバリュエーションが飯野海運を上回るペースで上昇したためである。

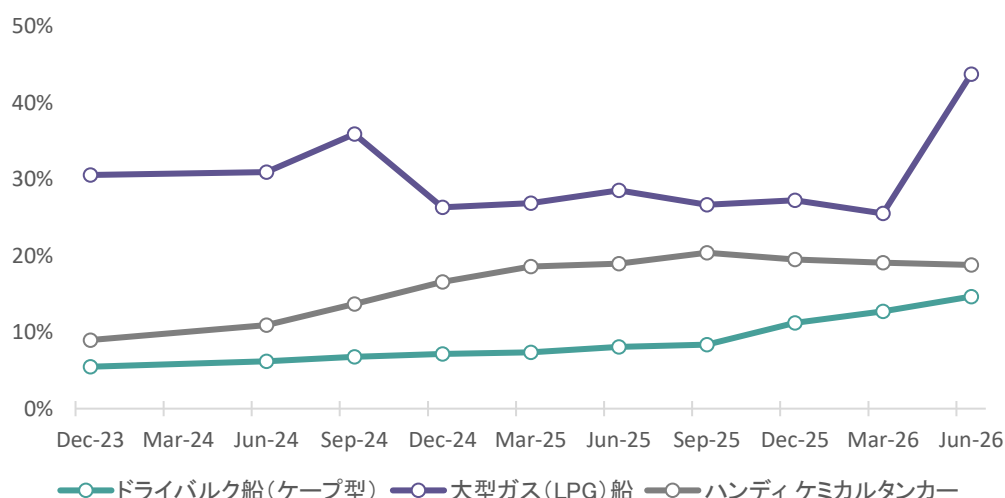
当社は、極めて強い上昇局面を経た海運市況が中期的な調整局面へ入りつつあるとの認識が市場に広がるなか、投資家が規律ある資本配分と安定的な収益を優先し始めたことが、このプレミアムの背景にあると考える。当社の分析では、飯野海運は海運市況の下降局面を乗り切ってきた実績を有しており、過去 10 年平均の ROIC は 4.1%と、国内同業平均の 2.4%を大きく上回る。

## 造船キャパシティの逼迫が続き、船価を押し上げている

世界の造船キャパシティは逼迫した状態が続いており、複数の船種で新造船発注残が過去最高水準に達している。直近数四半期にわたり運賃市況は軟化したものの、新造船需要はその影響を受けていない。むしろ、2026 年 3 月のホルムズ海峡封鎖を受けて船主が VLCC の追加発注に動いたことも一因とみられ、新造船の発注から引渡しまでのリードタイムはさらに延びている。

### VLGC、ドライバルク船の新造船発注残は近年最高水準にあり、竣工までのリードタイムは長期化している

船種別・既存船腹量に対する新造船発注残の比率、2023 年 12 月以降の四半期推移(%)

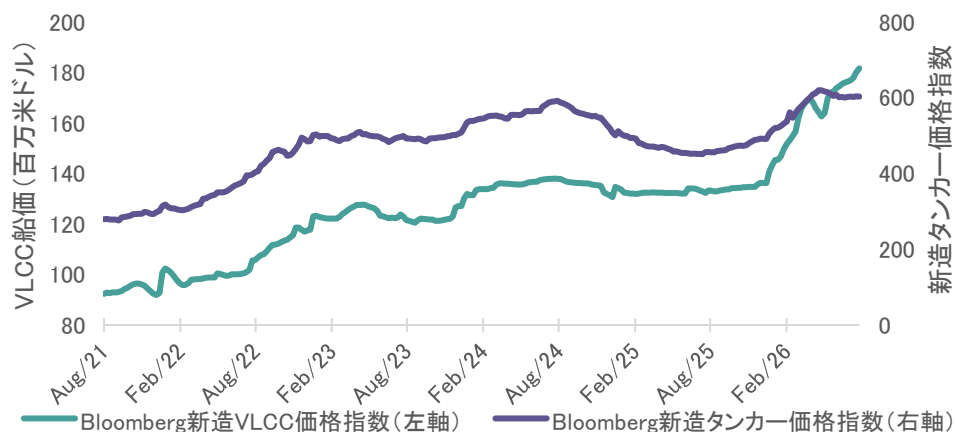


出所: 会社データ、クラークソン・リサーチ、アストリス・アドバイザリー

旺盛な船舶需要の持続を背景に、新造船価は過去最高水準へと上昇した。ブルームバーグ VLCC 船価指数は 2026 年 8 月 11 日に 1 億 8,160 万米ドルと過去最高を記録し、年初来 29%高、2021 年 8 月比では 96.6%高となった。より広範なブルームバーグ・タンカー船価指数も、同期間で 116%上昇している。

### 新造 VLCC 船価は 2026 年 8 月に過去最高を更新、タンカー船価指数も 2025 年の底値から回復

新造 VLCC 船価とブルームバーグ新造タンカー船価指数の推移



出所: ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー



当社は、船価の大幅な上昇、すなわち投資コストの負担増加が、長期的には運賃水準に影響を及ぼすとみる。業界では大型の設備投資に踏み切る前に長期契約を確保する傾向が一段と強まっており、船主は投下資本に対して妥当な ROIC を確保できる中長期の用船料をすでに押さえている可能性が高いと考える。したがって、船価の上昇は用船料水準の上昇圧力を示唆する。

もっとも、VLGC をはじめとする船舶の需給逼迫と船価上昇は、飯野海運の中期経営計画の遂行にとって重い課題となりうる。同計画は新造船への大規模な設備投資を前提としており、VLGC はその中核領域に位置付けられている。ブルームバーグ VLCC 船価指数を新造船価インフレの代理変数とすれば、2,000 億円で取得できる船腹量は 2024 年初と比較して約 28%少ない計算になる。

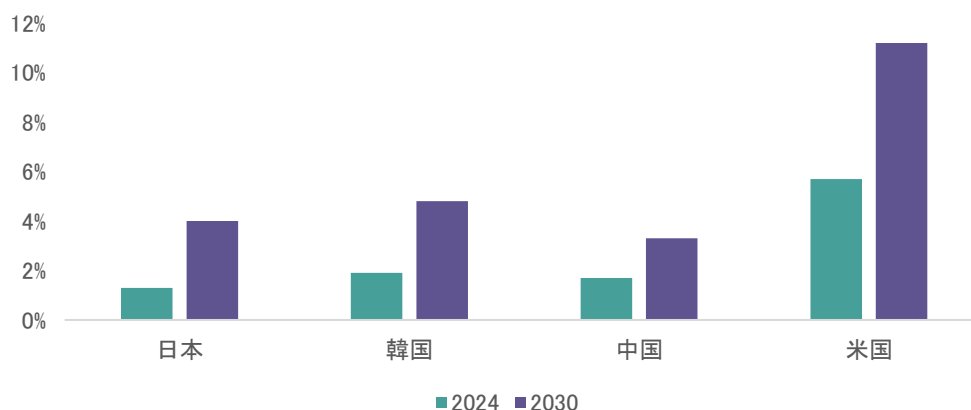
一方で、堅調な新造船価は、飯野海運が保有する既存船隊の資産価値を下支えする。既存船隊は新造船の引渡しにより段階的に船隊の入れ替えが進み、売船を通じて資金化されていく見通しである。

## AI がエネルギー需要の見通しを急速に変えつつある

AI の普及は、中長期的に世界経済のエネルギー需要へ劇的な影響を及ぼす。国際エネルギー機関 (IEA) は、データセンターの電力消費量が 2025 年の 485TWh から 2030 年までに 950TWh へとほぼ倍増し、設備容量も 2024 年の 97GW から 225GW へ拡大すると予測している。同期間において、AI 特化型施設の消費量は 3 倍になる見通しだ。大手テクノロジー企業の設備投資額は 2025 年に 4,000 億米ドルを超えており、2026 年にはさらに 75%増加すると見込まれている。

### AI の普及により、多くの主要国でデータセンターの電力需要は 5 年間で 2~3 倍になる見通し

主要国におけるシステムピーク需要に占めるデータセンター容量比率(%)、2024 年と 2030 年



出所: IEA、アストリス・アドバイザリー

当社は、AI データセンターによるエネルギー需要の増加が、エネルギーインフラ産業全体にとって追い風となりうるとみる。飯野海運が中期経営計画を遂行し、新燃料関連貨物へのエクスポージャーをさらに高めることができれば、同社もその恩恵を受ける立場にある。

# 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期 中期経営計画

## 主要財務目標

飯野海運は 2026 年 5 月 8 日、2027 年 3 月期から 2031 年 3 月期を計画期間とする新中期経営計画「Transformation for a Sustainable Future」を発表した。2,000 億円規模の積極的な設備投資計画を骨子とする同計画は、2050 年長期ビジョン「ネットゼロ社会の基盤を支えるクリーンエネルギーインフラのバリューチェーンを担う企業」の実現を目指し、2027～2031 年 3 月期を「リバランス期間」、続く 2032～2036 年 3 月期を「飛躍期間」と位置付けている。

新中期経営計画は、前計画「The Adventure to Our Sustainable Future」(2024～2026 年 3 月期)の後継計画にあたる。前計画で飯野海運はすべての財務目標を大幅に上回った。累計経常利益は 561 億円(目標:356～376 億円)、ROE 平均は 13.2%(目標:9～10%)、D/E レシオ平均は 0.88 倍(最大 1.50 倍)と、いずれも目標を上回った。

新中期経営計画は、積極投資と機動的なデット活用を軸に段階的な利益回復、ROE の着実な改善を追求

2027 年 3 月期 - 2031 年 3 月期 中期経営計画 主要財務目標

|                                        | 26 年 3 月期<br>実績 | 27 年 3 月期<br>修正会社予想<br>(2026 年 8 月) | 31 年 3 月期<br>中期計画<br>目標 | 36 年 3 月期<br>目標 |
|----------------------------------------|-----------------|-------------------------------------|-------------------------|-----------------|
| 事業コア利益(10 億円)※                         | 16.9            | 17.1                                | 22.5                    | 30.0            |
| ROE (%)                                | 10.1            | 8.6                                 | 10.0                    | >10.0           |
| ROIC (%)                               | 6.0             | 5.5                                 | 5.0                     | >5.0            |
| D/E レシオ<br>(2031 年 3 月期以降はリース<br>負債含む) | 0.90 倍          | 0.94 倍                              | 1.30～1.80 倍             | —               |
| 投下資本(10 億円)                            | 300.0           | —                                   | 450.0                   | 約 550.0         |

※ 事業コア利益＝利払前税引後利益(同社定義による)

事業コア利益は 2027 年 3 月期修正会社予想の 171 億円から 2031 年 3 月期目標の 225 億円へ、計画期間で 32%の成長を見込む。同社は船隊への継続的な投資と、既存事業に隣接する領域での戦略的成長投資の着実な遂行をその原動力と位置付けている。ROE の 2027 年 3 月期 8.6%から 2031 年 3 月期 10.0%への改善は、ROIC 向上に向けた積極的な投資と、副次的には資本効率を高めるためのデット活用を反映している。

株主還元策では、不動産業の安定収益を背景に 1 株当たり 30 円の下限配当を設定し、配当の予見可能性を高める方針を示した。また、機動的な自己株取得を追加的な還元手段として正式に位置付ける方針を示した。

財務目標にとどまらず、飯野海運は新中期経営計画にサステナビリティへのコミットメントを組み込んでいる。2031 年 3 月期までに海運 GHG 排出原単位を 2020 年度対比 20%削減する目標を掲げるほか、非財務 KPI として全事業における重大事故ゼロ、2031 年 3 月期までに全部門での業務効率の前年度比改善達成、従業員エンゲージメントスコアの B(66.8 点)から A(70 点以上)への引き上げを目指す。



## 資本配分

新中期経営計画において、飯野海運は 2027～2031 年 3 月期の 5 年間で 2,000 億円の設備投資を計画している。これは前計画における投資実績 1,025 億円のほぼ 2 倍にあたる。年平均に換算すると、今後 5 年間で年 400 億円の設備投資を見込んでおり、前計画における年平均 342 億円を大きく上回る水準となる。

### 飯野海運は新中期経営計画のもとで設備投資を大幅に拡大、次の成長フェーズを牽引

#### 2027 年 3 月期 – 2031 年 3 月期 中期経営計画 投資戦略

| (10 億円) | 配分額   | 年平均投資額 | 主な投資対象                                       |
|---------|-------|--------|----------------------------------------------|
| 成長・新規事業 | 65.0  | 13.0   | 外航ガス船、新エネルギー、新規貨物(アンモニア、液化 CO <sub>2</sub> ) |
| 主力事業    | 50.0  | 10.0   | ケミカルタンカー、ドライバルク船                             |
| 安定・成熟事業 | 45.0  | 9.0    | 大型原油タンカー、内航・近海ガス船、不動産                        |
| 戦略投資    | 40.0  | 8.0    | M&A、アライアンス、物流等隣接バリューチェーン                     |
|         | 200.0 | 40.0   |                                              |

出所: 会社データ

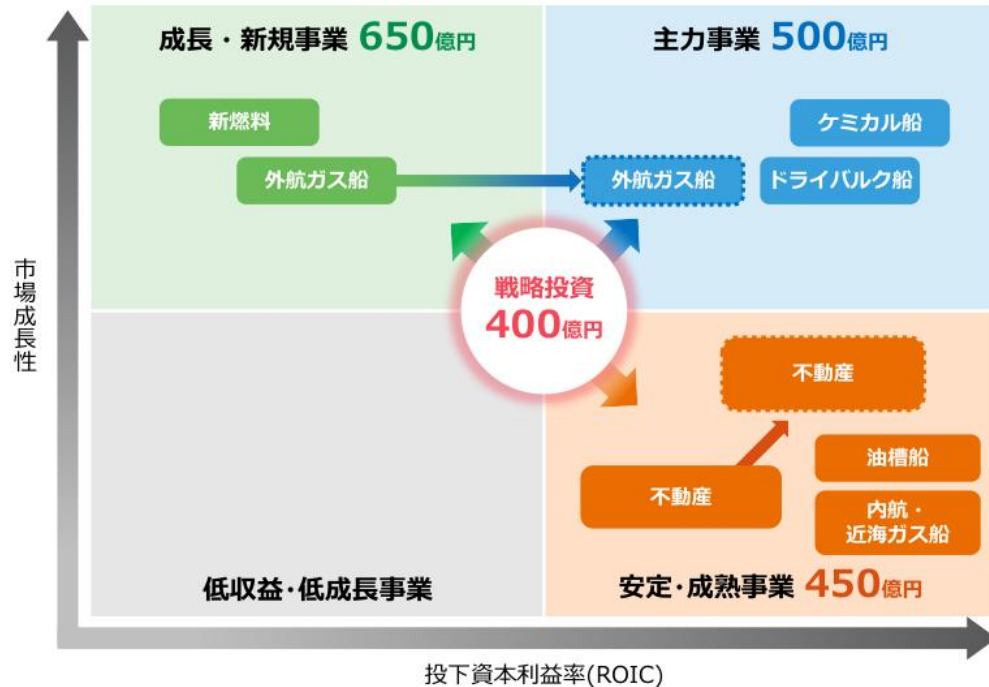
2,000 億円は以下の 4 区分に配分される。

- **成長・新規事業(650 億円)** – 外航ガス船を主要な成長ドライバーと位置づけ、中長期契約に裏付けられた VLEC・VLGC の船隊を段階的に拡充する。アンモニア・液化 CO<sub>2</sub> 等の新規貨物にも中長期的な成長余地を見込む。飯野海運は、大型ガス船事業を 2031 年 3 月期までに主力事業へと育成することを目指している。
- **主力事業(500 億円)** – ケミカルタンカーでは環境対応型ステンレスタンク船の段階的な船隊整備を進め、2030 年以降を見据えた差別化された競争力の確立を図る。ドライバルク船は、貨物・航路・契約の多様化に注力し、市況耐性の向上を図ること、安定的なキャッシュ創出を支える基盤事業としての役割を担う。
- **安定・成熟事業(450 億円)** – 大型原油タンカーは国内石油会社との長期契約を継続し、メタノール二元燃料 VLCC の建造(2028 年 3 月期)を含む環境対応技術の実装等を実施する。内航・近海ガス船はコスト転嫁可能なインフラ型事業として安定収益を維持し、不動産は東京都心を中心としたポートフォリオから安定的な NOI を確保しつつ、選択的な再開発・新規投資機会を追求する。
- **戦略投資(400 億円)** – M&A、アライアンス、物流事業を含む隣接バリューチェーンへの参画を通じ、外航海運業とのシナジー創出と海運市況への依存度低減を通じた収益構造の変革を図る。



## 追加投資により外航ガス船および不動産のセグメント ROIC を改善させる計画

2027 年 3 月期 – 2031 年 3 月期 中期経営計画 投資戦略のセグメント別 ROIC への影響



出所: 会社データ

2,000 億円の設備投資計画は、営業キャッシュフロー、デット調達および資産売却の組み合わせにより資金を手当てする。計画期間中の営業キャッシュフロー目標は 1,300 億円とし、残額は財務レバレッジ(810 億円)および資産売却等(370 億円、政策保有株式の段階的縮減による約 70 億円を含む)により調達する方針だ。

## 不動産業の位置付けの見直し

前中期経営計画において、不動産業は安定的に収益貢献しており、市況変動の大きい海運業に対する財務的な下支えとして位置付けられていた。新中期経営計画では、追加投資により成長を加速させ、ROIC を高めうる事業へと、その位置付けを改めている。

飯野海運の不動産業における成長戦略は、以下の 3 点で構成される。

- **完成した開発案件からの資本回収と再投下。** 同社は、既存の海外開発案件において開発利益を実現し、回収した資本を新規案件へ再投下することで、開発ノウハウと実行力を積み上げていく方針である。
- **積極的なポートフォリオ最適化による資本効率の改善。** 老朽化した物件の再開発・売却・入替を通じ、既存の保有不動産からの価値創出を図る。
- **共同投資を通じた事業機会の拡大。** 私募ファンド等への出資を通じて、投資パイプラインならびに開発・売買のケイパビリティを段階的に拡充する計画。

さらに飯野海運は、保有不動産を担保としたデット調達により、資本構成と資本コストを最適化する余地が大きいと認識している。

戦略の転換は明確である一方、不動産業の成長戦略は定量化されておらず、セグメントの財務目標も示されていない。同社は、2027 年 3 月期第 2 四半期決算と併せて戦略の検討の進捗状況を公表する意向を示している。

## 2027 年 3 月期第 1 四半期決算

### 連結業績

飯野海運の 2027 年 3 月期第 1 四半期は、売上高が前年同期比 23.2%増の 367 億円、営業利益が同 47.7%増の 33 億円となった。修正後の通期会社予想に対する進捗率は営業利益で 27.7%、2026 年 5 月時点で示されていた 91 億円に対しては 36.6%にあたる。ドライバルク船の好調と為替の追い風が業績を牽引した。ケミカルタンカーでは、ホルムズ海峡の封鎖が同社の主力である中東発欧州・アジア向け航路への配船を引き続き制約したものの、市況が想定を上回り業績に貢献した。

### 軟調だった前年同期に対し、ドライバルク船の好調と為替の追い風により大幅増益

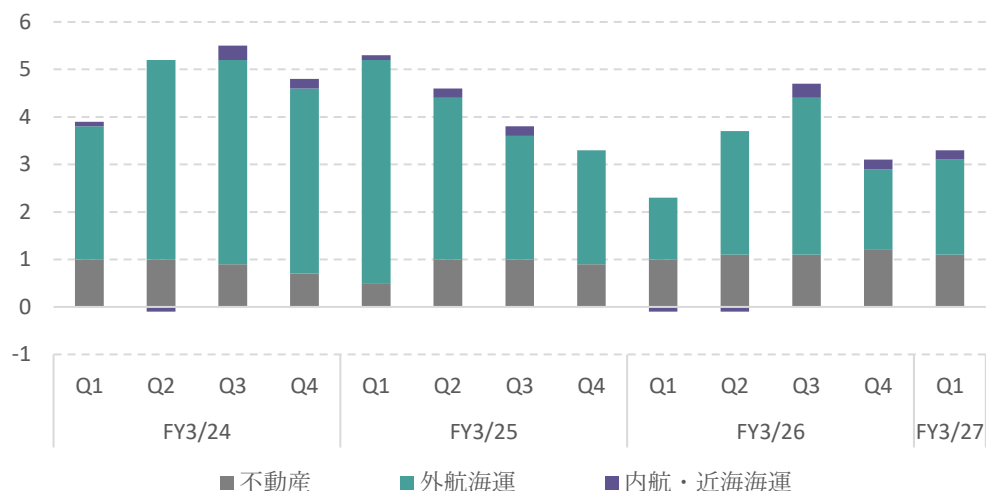
#### 主要財務データ

| (10 億円)              | 26 年 3 月期<br>第 1 四半期 | 27 年 3 月期<br>第 1 四半期 | 前年<br>同期比<br>(%) | 27 年 3 月期<br>会社予想<br>(2026 年 8 月<br>時点) | 進捗率<br>(%) |
|----------------------|----------------------|----------------------|------------------|-----------------------------------------|------------|
| 売上高                  | 29.79                | 36.69                | +23.2            | 136.00                                  | 27.0       |
| 売上総利益                | 4.98                 | 5.98                 | +20.0            | —                                       | —          |
| 売上総利益率(%)            | 16.7                 | 16.3                 | -40bp            | —                                       | —          |
| 販管費                  | 2.73                 | 2.65                 | -2.9             | —                                       | —          |
| 営業利益                 | 2.25                 | 3.33                 | +47.7            | 12.00                                   | 27.7       |
| 営業利益率(%)             | 7.6                  | 9.1                  | +150bp           | 8.82                                    | —          |
| 経常利益                 | 2.19                 | 3.62                 | +65.0            | 9.60                                    | 37.7       |
| 親会社株主に帰属する<br>四半期純利益 | 3.27                 | 11.12                | +240.3           | 14.00                                   | 79.4       |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー

## 海運セグメントの損益が前年同期比で大幅に改善する一方、不動産業は安定した業績を継続

セグメント別四半期営業利益(10 億円)



出所: 会社データ

※2027 年 3 月期第 1 四半期より、組織変更に伴い一部船舶を「内航・近海海運業」から「外航海運業」に区分変更。過去の期間は遡及修正していない。

## 主な注目ポイント

- **会社予想が上方修正された。**飯野海運は 2027 年 3 月期の営業利益予想を 31.9%引き上げて 120 億円とし、年間配当を 46 円から 53 円へ増額した。併せて、ホルムズ海峡の通航正常化の前提の時期を 2026 年 7 月から同年 10 月へと後ろ倒ししている。
- **2027 年 3 月期第 1 四半期の税引前純利益 114 億円のうち、78 億円は VLCC1 隻の売却に伴う船舶売却益を含む特別利益である点には留意したい**(当該売却は 2026 年 3 月 6 日に公表済みであり、会社予想にも織り込まれている)。したがって当社は、2027 年 3 月期の同社の事業実態を測るうえでは、営業利益および経常利益がより適切な指標であると考ええる。
- **飯野海運の財務基盤は一段と強固になった。**自己資本比率は 2026 年 3 月期第 4 四半期末の 45.6%から 46.9%へ上昇し、BVPS は VLCC 売却益の実現を背景に 1,585.30 円(前四半期比+6.0%)に達した。有利子負債は 1,423 億円と前四半期比ほぼ横ばいにとどまり、D/E レシオは 0.90 倍から 0.85 倍へ改善した。

## セグメント別の業績

2027 年 3 月期第 1 四半期の業績は、2026 年 3 月期のトレンドからの明確な転換を示した。外航海運業は軟調だった前年同期から回復し、内航・近海海運業は入渠の影響が和らいだことで黒字に転じ、不動産業は安定した事業運営を継続した。

## 外航海運業が前年同期比で大幅に回復する一方、不動産業は着実な収益貢献を維持

### 事業セグメント別財務データ(セグメント間取引消去前)

| (10 億円)            | 26 年 3 月期<br>第 1 四半期 | 27 年 3 月期<br>第 1 四半期※ | 前年同期比<br>(%) |
|--------------------|----------------------|-----------------------|--------------|
| <b>売上高</b>         |                      |                       |              |
| 外航海運業              | 24.00                | 30.44                 | +26.9        |
| 内航・近海海運業           | 2.37                 | 2.63                  | +10.8        |
| 不動産業               | 3.45                 | 3.65                  | +5.9         |
| <b>セグメント利益</b>     |                      |                       |              |
| 外航海運業              | 1.34                 | 2.02                  | +51.1        |
| 内航・近海海運業           | -0.12                | 0.19                  | n/m          |
| 不動産業               | 1.03                 | 1.11                  | +7.8         |
| <b>セグメント利益率(%)</b> |                      |                       |              |
| 外航海運業              | 5.6                  | 6.6                   | +110bp       |
| 内航・近海海運業           | -5.0                 | 7.3                   | +1,230bp     |
| 不動産業               | 29.9                 | 30.5                  | +50bp        |

出所: 会社データ

※2027 年 3 月期第 1 四半期連結会計期間より、組織変更に伴い、従来「内航・近海海運業」に含めていた一部船舶について、報告セグメントの区分を「外航海運業」に変更しております。前第 1 四半期連結累計期間のセグメント情報については、変更後の報告セグメントの区分に基づき作成したものを記載しています。

## 外航海運業

売上高は前年同期比 26.9%増の 304 億円、営業利益は同 51.1%増の 20 億円となり、営業利益率は 110bp 拡大して 6.6%となった。船隊規模で最大のサブセグメントであるケミカルタンカーはホルムズ海峡封鎖の影響を受けたが、ドライバルク船は封鎖の影響に伴う物流変更と航海距離の伸長により実質的な船腹供給が引き締まった他、大型原油タンカー一の契約の有利更改がケミカルタンカーの利益減少を補った。

- **ケミカルタンカー** – 前年同期比 9 億円の営業利益減益と、最大の下押し要因となった。減益は配船上の制約によるものである。市況は想定を上回ったものの、ホルムズ海峡の封鎖により、同社の欧州・アジア向け主力航路の起点であるペルシャ湾での積荷ができなかった。現在は全船がペルシャ湾外で運航されており、他航路での運航は配船効率が一時的に低下する。ホルムズ海峡が再開するまで、収益の回復は緩やかなものととどまる見通しだ。
- **ドライバルク船** – 前年同期比 9 億円の営業利益増益と、最大のプラス要因となった。南米の穀物輸送の堅調さと、パナマ運河を中心とする港湾混雑により、四半期を通じて船腹需給が引き締まった。パナマックスの運賃は日建て 19,557 米ドルと、5 月の会社予想が前提とした 15,000 米ドルを上回った。ハンディについても日建て 16,117 米ドルとなり、5 月の会社予想の前提である 14,000 米ドルを上回って推移した。足元では同社のパナマックスおよびスモールハンディで構成されるドライバルク船隊のスポット比率が 60%であり、運賃上昇を的確に取り込んだ。
- **大型原油タンカー** – 有利な条件での契約更改を背景に、前年同期比 3 億円の増益となった。期中に VLCC1 隻を売却し船隊は 3 隻となったが、増益を確保している。当サブセグメントは全船が中長期契約下にあるため、ホルムズ海峡封鎖に伴う VLCC 運賃の急騰による直接的な影響はない。



- **大型ガス船** – 前年同期比 1 億円の営業利益減益。2026 年 3 月期に竣工した 2 隻の VLEC は安定的に稼働し収益に貢献したものの、運賃市況連動契約を固定レート契約へ変更したことにより、米国発アジア向けの貨物量増加とパナマ運河混雑に伴う航路長期化に支えられた堅調な市況を取り込めなかった。

### 内航・近海海運業

当セグメントは、2026 年 3 月期第 1 四半期の営業損失 1 億円から 2 億円の営業利益へと黒字転換し、売上高は 26 億円(前年同期比 10.8%増)となった。同社は 3 億円の損益改善について、2026 年 3 月期上期の業績を圧迫したドライドックの集中が一巡したことと、契約更改が有利な条件で進んだことを要因として挙げている。

### 不動産業

営業利益は前年同期比 7.8%増の 11.1 億円、売上高は 36.5 億円(同 5.9%増)となり、営業利益率は 50bp 拡大して 30.5%となった。グループ営業利益に占める不動産業の比率は前年同期の 46%から 33%へ低下したが、これは海運業の収益性が改善したことの裏返しである。

- **東京オフィスポートフォリオ** – 都心 5 区のグレード A 空室率は旺盛な需要を背景に低水準が続き、好調な市況ファンダメンタルズが業績を下支えした。東京都心主要 5 区の平均賃料は、2027 年 3 月期にかけて引き続き上昇が見込まれる。
- **海外(英国・米国)ポートフォリオ** – 空室率のタイトな環境と高品質スペースへの継続的な需要を背景に、賃料上昇見通しは良好とみる。

なお同社は、中期経営計画における不動産業の成長戦略について、2027 年 3 月期第 2 四半期決算にて追加の詳細を開示するとしている。当社は、これが足元における当セグメント最大のカタリストになるとみている。

## 2027 年 3 月期会社予想の上方修正

飯野海運は 2027 年 3 月期の通期会社予想を上方修正し、営業利益を 120 億円(2026 年 5 月時点の予想比 31.9%増)、経常利益を 96 億円(同 43.3%増)とした。年間配当も 46 円から 53 円へ増額し、配当性向 40%の方針は維持している。修正は、第 1 四半期におけるケミカルタンカー市況およびドライバルク市況が想定を上回ったこと、第 2 四半期以降の一部船舶における有利な契約更改、ならびに円安を反映したものである。

重要な点として、今回の会社予想はホルムズ海峡の通航が 2026 年 10 月から正常化するとの前提に立っており、従来の想定より 3 ヶ月遅い。すなわち今回の上方修正は、混雑の早期解決を前提としたものではない。修正後ベースでも、2027 年 3 月期の営業利益は前期比 10.7%減、経常利益は同 43.1%減の予想である。

上方修正は、想定を上回る海運市況と為替の追い風によるものであり、ホルムズ海峡再開の後ろ倒しの影響を打ち返した

2027 年 3 月期 修正会社予想

| (10 億円)                                          | 27 年 3 月期<br>当初予想<br>(2026 年 5 月) | 27 年 3 月期<br>修正予想<br>(2026 年 8 月) | 増減率<br>(%) | 26 年 3 月期<br>比<br>(%) |
|--------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------|-----------------------|
| 売上高                                              | 129.0                             | 136.0                             | +5.4       | 6.8                   |
| 営業利益                                             | 9.1                               | 12.0                              | +31.9      | -10.7                 |
| 経常利益                                             | 6.7                               | 9.6                               | +43.3      | -43.1                 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益                                  | 12.1                              | 14.0                              | +15.7      | -9.0                  |
| 配当 (円)                                           | 46.00                             | 53.00                             | +15.2      | -10.2                 |
| <b>主要前提条件</b>                                    |                                   |                                   |            |                       |
| 為替レート(¥/US\$)                                    | 150.00                            | 156.22                            | n/m        |                       |
| 燃料油価格(US\$/MT)                                   | 620                               | 683                               | +10.2      |                       |
| ケミカルタンカー運賃<br>(19,999dwt 1 年 TC Rate、<br>US\$/日) | 18,375                            | 18,729                            | +1.9       |                       |
| ドライバルク運賃 - パナマックス(US\$/日)                        | 15,000                            | 16,264                            | +8.4       |                       |
| ドライバルク運賃 - スモールハンディ(US\$/日)                      | 13,500                            | 14,779                            | +9.5       |                       |

出所: 会社データ

## 競争優位性

海運業と不動産業を組み合わせることで事業の耐性とディフェンシブ性を高めるという飯野海運の戦略は、安定的な収益と持続的な株主還元という実績を生み出してきた。当社は、国内の大手海運各社が自社の事業リスクを低減するために同様の戦略を採用しつつあることから、この戦略の妥当性は一段と裏付けられつつあると考える。

- 商船三井(TYO: 9104) : 2023 年第 1 四半期に発表した長期経営計画「BLUE ACTION 2035」において、「ボラティリティの高い海運市況をカバーする非海運型・安定収益型事業の比重を高め、海運不況時でも黒字を確保できるよう事業ポートフォリオを変革する」方針を明確に打ち出している。不動産、物流、インフラ資産への積極的な投資を進めている。
- 日本郵船(TYO: 9101) : 2023 年発表の中期経営計画において、収益変動の抑制を重要課題として掲げている。長期契約が中心となる LNG 船およびインフラ資産への投資に加え、M&A を通じた物流事業の拡大を推進し、安定的な収益基盤の構築を目指している。
- 川崎汽船(TYO: 9107) : 2026 年中期経営計画においても、同様に安定性を重視した戦略を採用している。海運以外の事業領域には多角化していないものの、各事業での長期安定契約の獲得に注力し、収益の予見可能性向上を図っている。

## 飯野海運の収益の質に関する統計分析

2000 年 3 月期から 2026 年 3 月期までのデータを用い、飯野海運および国内大手 3 社の財務実績を統計的に分析し、同社の戦略による収益変動の抑制効果が同業他社と比較して有意であるかを検証した。

企業規模の異なる各社の収益安定性を正確に比較するため、変動係数 (Coefficient of Variation, CV) を用いて分析を行った。変動係数は、単純な標準偏差による比較がスケールの違いによって誤解を招く可能性がある点を補正し、期間平均に対する変動の度合いを標準化して測定する手法である。

CV の算出式は以下の通りである。

$$CV = \frac{\text{期間標準偏差}}{\text{期間平均}}$$

CV 値が低いほど、収益の変動性が小さいことを示す。

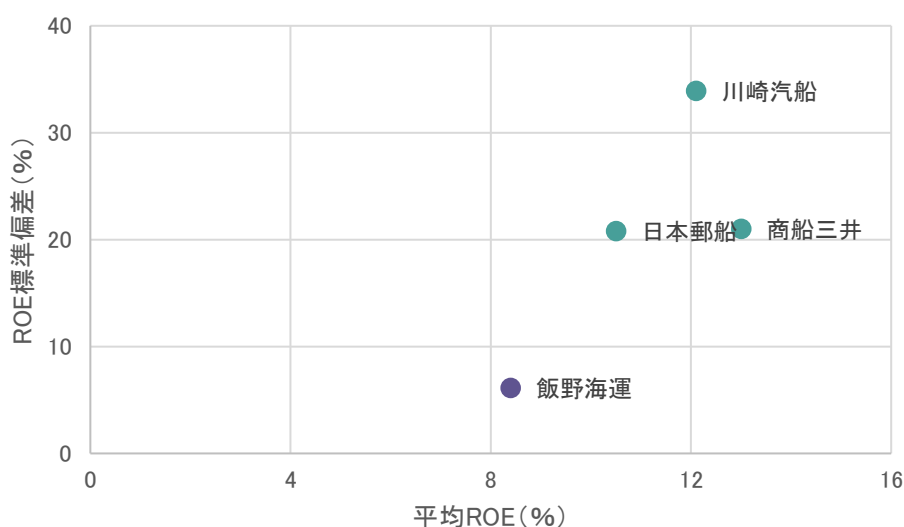
今回対象とした 4 社は、事業規模に大きな差があるため、CV を用いることでスケールの違いを補正し、客観的な比較が可能となる。分析結果は以下の通り。

飯野海運は大手他社に比べ、収益変動性が顕著に低い  
複数の財務指標における変動係数分析

|        | 飯野海運 | 商船三井 | 日本郵船 | 川崎汽船 |
|--------|------|------|------|------|
| EBITDA | 0.36 | 0.48 | 0.48 | 0.58 |
| EPS    | 1.06 | 1.90 | 2.02 | 2.25 |
| ROE    | 0.73 | 1.61 | 1.98 | 2.80 |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー、ファクトセット

飯野海運はボラティリティ(リスク)1 単位当たり平均 1.37 の ROE を創出して  
おり、0.62~0.36 にとどまる同業他社を大きく上回る  
2000 年 3 月期~2026 年 3 月期の平均 ROE と ROE 標準偏差の比較



出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー、ファクトセット

収益変動が小さいだけでなく、飯野海運の業績は他の大手海運会社との相関性も低いことが明らかとなった。以下の相関分析は、商船三井(MOL)を基準に各社の業績指標との相関係数を算出したものである。EPS および ROE において国内大手 3 社間では高い相関が認められた一方、飯野海運との相関は有意に低い結果となった。

EPS、ROE における飯野海運の相関性は大手他社に比べて有意に低い  
商船三井を基準とした複数財務指標における相関分析

|        | 飯野海運 | 商船三井 | 日本郵船 | 川崎汽船 |
|--------|------|------|------|------|
| EBITDA | 0.65 | 1.00 | 0.70 | 0.83 |
| EPS    | 0.81 | 1.00 | 0.94 | 0.94 |
| ROE    | 0.65 | 1.00 | 0.76 | 0.73 |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー、ファクトセット

## 追加統計

当社の分析においては、飯野海運の収益プロファイルが同業他社と比較していかに安定的であるかを裏付ける統計を、ほかにも複数確認した。

飯野海運は 2000 年 3 月期から 2026 年 3 月期において ROE がマイナスとなった年が 1 期のみと同業他社を大きく上回り、ボラティリティ(リスク)1 単位当たり ROE も最も高い

2000 年 3 月期～2026 年 3 月期の財務データ分析より抜粋した主要統計

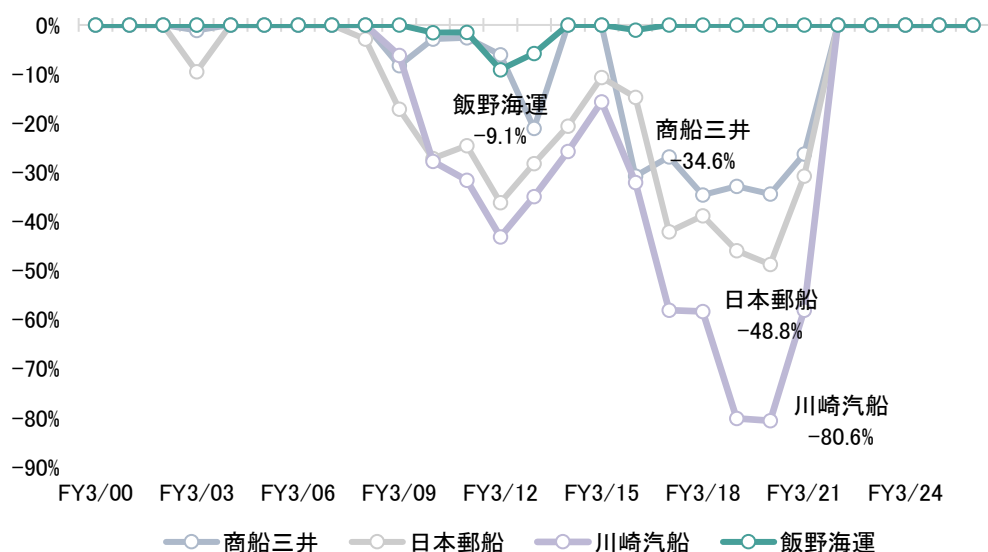
|                        | 飯野海運   | 商船三井   | 日本郵船   | 川崎汽船    |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|
| 平均 ROE (%)             | 8.40   | 13.00  | 10.50  | 12.10   |
| ROE 標準偏差 (%)           | 6.1    | 21.0   | 20.8   | 33.9    |
| ボラティリティ 1 単位当たり ROE    | 1.37x  | 0.62x  | 0.51x  | 0.36x   |
| ROE 最低値                | -8.8%  | -30.4% | -41.0% | -69.4%  |
| ROE 最高値                | 23.20% | 76.40% | 86.30% | 116.50% |
| ROE がマイナスとなった年数(27 年中) | 1      | 4      | 4      | 5       |
| EPS が赤字となった年数(27 年中)   | 1      | 4      | 4      | 5       |
| EBITDA の最大下落率(ピーク比)    | -57%   | -83%   | -74%   | -104%   |
| BVPS の最大下落率(ピーク比)      | -9.1%  | -34.6% | -48.8% | -80.6%  |
| 純資産が過去ピークを下回った年数       | 5      | 12     | 15     | 13      |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー、ファクトセット

以下のチャートは、飯野海運の収益変動性の低さをさらに視覚的に示したものである。

市況が変動する局面において、飯野海運の純資産の下落率は同業他社比で最も小さく、他社が大幅な損失を計上した局面でも自己資本を着実に積み上げている

2000 年 3 月期～2026 年 3 月期における飯野海運および国内同業他社のピーク時からの BVPS 下落率

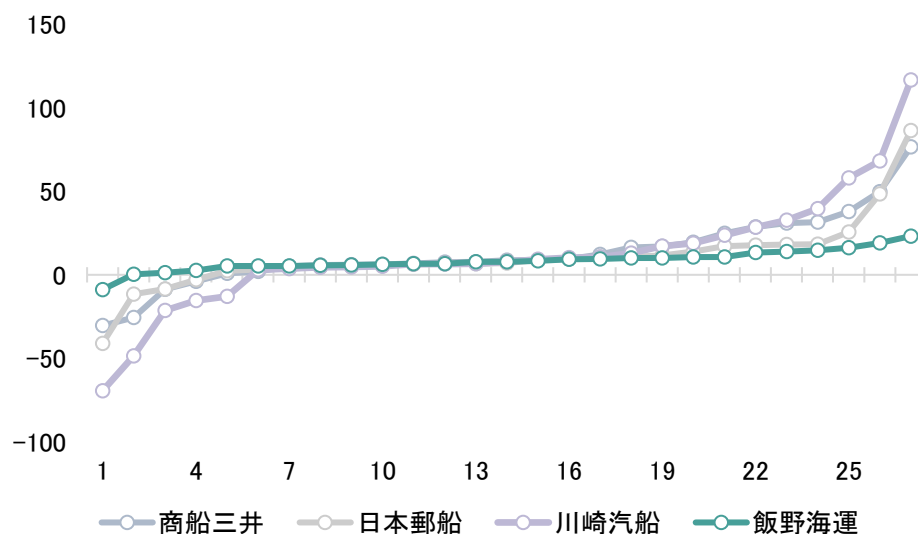


出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー

当社が最も重視するのは、2015 年 3 月期から 2021 年 3 月期にかけての海運市況の下降局面である。これは飯野海運の事業戦略と収益基盤の強靱さを示す最も強力な証左でありながら、投資家に見過ごされてきた可能性があるとする。この 7 年間で商船三井・日本郵船・川崎汽船の 3 社は合計 7 期の赤字を計上し、1 株当たり純資産 (BVPS) も大きく減少させた。これに対し飯野海運は 7 期すべてで黒字を維持し、期間中に BVPS を 26.9% 成長させた。重要なのは、同期間で最も低調だった年においても ROE 5.2% を確保していた点である。

飯野海運の ROE は同業他社と比べて格段に安定しており、他社は山と谷がはるかに大きい

2000 年 3 月期～2026 年 3 月期の年度別 ROE (低い順に配列)



出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー

## 会社概要

### 概要

1899 年に創業した飯野海運は、1929 年に同社初のタンカーが竣工し、日本の海運業界におけるタンカー導入の先駆けとなった。

飯野海運は 1960 年、東京に飯野ビルディングを竣工。2011 年には同地に新ビルを竣工し本社オフィスが日本初の「LEED プラチナ認証」を取得した

飯野海運は、1899 年に京都府舞鶴市において「飯野商会」として創業した。その後、事業の中核を海運に絞り、ケミカルタンカーを主力とすることで専門性を高めてきた。事業の成長に伴い、不動産業へも多角化を図るとともに、ドライバルク船、原油タンカー、LPG 船、LNG 船、エタン船など船隊の多様化も進めている。

飯野海運は現在、日本で第 5 位の規模を誇る海運会社であり、2026 年 6 月末時点で運航船腹数は 86 隻、総載貨重量トン数(DWT)は 381 万トンに達する。船隊は主にタンカー・ドライバルク船およびガス船で構成されており、今後も安定的な収益を生む船舶の追加を通じて船隊の拡充を目指す方針である。規模の面では国内 3 大海運会社に劣るものの、ケミカルタンカーに特化することで競争力を維持している。

同社の主力事業は海運であるが、不動産業も経営戦略上の重要な柱である。景気循環に左右されやすい海運業に対し、安定的かつ予測可能なキャッシュフローを創出する不動産業が財務的な下支えとして機能している。同社の不動産ポートフォリオは東京中心部に集中しているが、近年では成長と分散を図る戦略の一環として英国および米国において物件を取得している。

加えて、ホール貸しや会議室運営、写真スタジオ事業なども展開しているが、これらの収益貢献は限定的である。

総じて、飯野海運は国内外の同業他社と比較しても独自の事業構造を有している。海運業においては、中長期契約とスポットエクスポージャーをバランスさせることで、市況の上昇局面での収益機会を取り込みつつ、全体のボラティリティをコントロールしている。これに不動産業が加わることで、市況にさらされる事業部分に対する追加的な対抗軸として機能し、耐性を備えながらも市況の上振れを捉える力を維持する構造となっている。

### 主要な案件および企業イベント

飯野海運は 1949 年に東京証券取引所へ上場し、その後、1960 年代から 1980 年代にかけて業界の構造を大きく変えた再編の波を乗り越え、独立系企業として発展してきた。

#### 主な沿革

| 年月          | 事項                                   |
|-------------|--------------------------------------|
| 1899 年 7 月  | 飯野商会創立                               |
| 1929 年 2 月  | 当社初のタンカー「第一鷹取丸」(1,266DWT)竣工          |
| 1949 年 5 月  | 東京証券取引所に上場、その後国内 6 か所の証券取引所にも上場      |
| 1955 年 8 月  | 飯野海運の不動産事業の基盤となる千代田土地建物を取得           |
| 1960 年 10 月 | 旧飯野ビル竣工                              |
| 1989 年 9 月  | ケミカルタンカー「LODESTER ACE」竣工             |
| 2003 年 9 月  | 大型 LNG 船「SK SUNRISE」(75,248DWT)竣工    |
| 2004 年 4 月  | 英国ロンドンに IINO UK LTD.を設立              |
| 2006 年 10 月 | シンガポールで IINO SINGAPORE PTE.LTD.の営業開始 |
| 2015 年 4 月  | 米国ヒューストンに事務所を設立                      |
| 2019 年 9 月  | 中国上海に事務所を設立                          |
| 2021 年 3 月  | 環境関連プロジェクト資金調達のため 50 億円のグリーンボンドを発行   |
| 2021 年 8 月  | ドバイに IINO LINES GULF DMCC を設立し事業拡大   |

出所: 会社データ

飯野海運は、現代の日本海運業界を形成した M&A や再編の波に参加しなかった。



## 総合的な成長と収益性

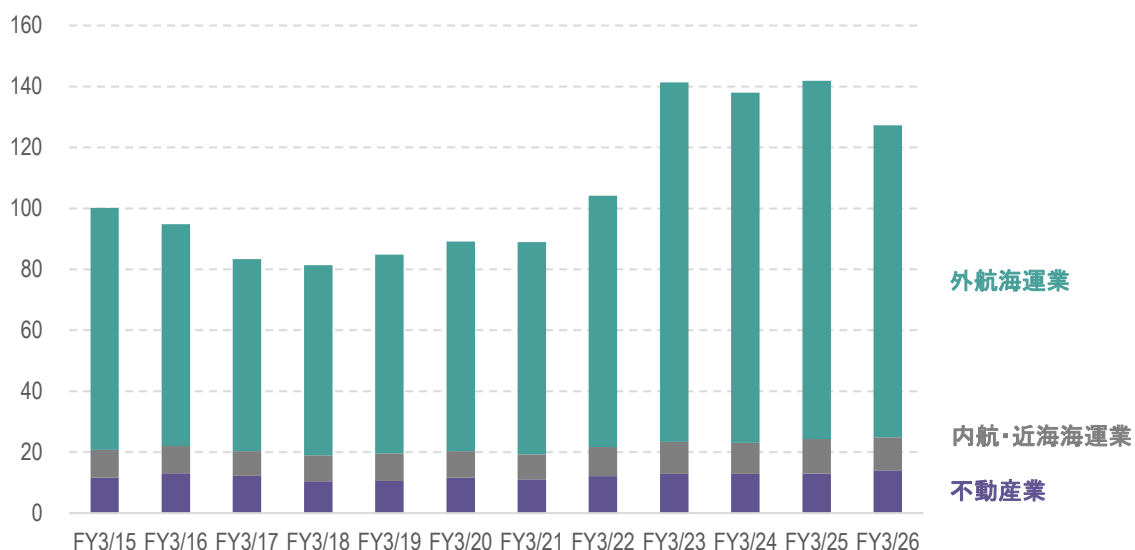
飯野海運の売上高および利益は、景気循環型の海運業界に特有の変動性に影響されやすい。しかし、収益が循環的であるにもかかわらず、同社は 2015 年 3 月期から 2020 年 3 月期のような業界の下降局面においても黒字を維持してきた。当社は、この一貫した収益性こそが、同社が国内同業他社に先んじて長期的に株主価値を積み上げることを可能にしてきたと考える。

### 売上高の推移

中核の外航海運業は、2022 年 3 月期から 2024 年 3 月期にかけて好調なケミカルタンカー市況の恩恵を受け、大きく売上を伸ばした。これは、同社ケミカルタンカーの約 30%がスポット市況(足元ではホルムズ海峡の封鎖の影響でスポット比率が 50%弱まで上昇)に晒されており、好市況を享受できたことや、好市況の継続による数量輸送契約(COA)の有利更改が主因である。一方、不動産業および内航・近海海運業は、安定した収益基盤を会社提供している。

### 売上高は、景気循環や為替等の変動を受ける外航海運業の影響により、変動が大きい

2015 年 3 月期以降の年間売上高(10 億円)



出所: 会社データ

### 業績の推移

前述の通り、同社の業績は主に外航海運業に左右される。粗利益率は、航海に直接かかる燃料費をはじめとする運航費や船員費、修繕費、減価償却費等の船費を差し引いた後の基礎的な収益性を反映する。運賃市況の変動が大きく、粗利益率も振れやすい業界にあって、同社は BAF(燃料費調整係数)付きの COA 契約や、運賃市況の変動に左右されず安定した収入が得られる貸船の比率が高いことなどから、粗利益率は比較的安定して推移している。

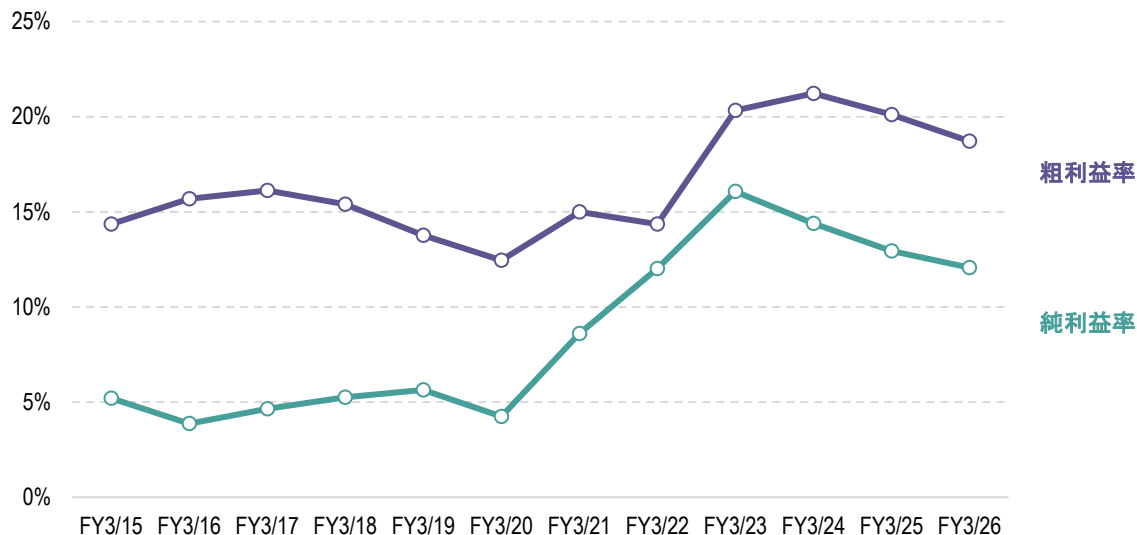
一方、純利益率はより大きく変動しており、同社の資産集約型ビジネスモデルの影響を受けているといえる。もっとも、同社は高い営業レバレッジを有しており、市況が好転した局



面では利益率の急速な拡大が見込まれる。近年の海運市況の好調局面がその実例である。

### 粗利益率は比較的安定しているが、純利益率はサイクルに対して敏感

2015 年 3 月期以降の年間利益率(%)



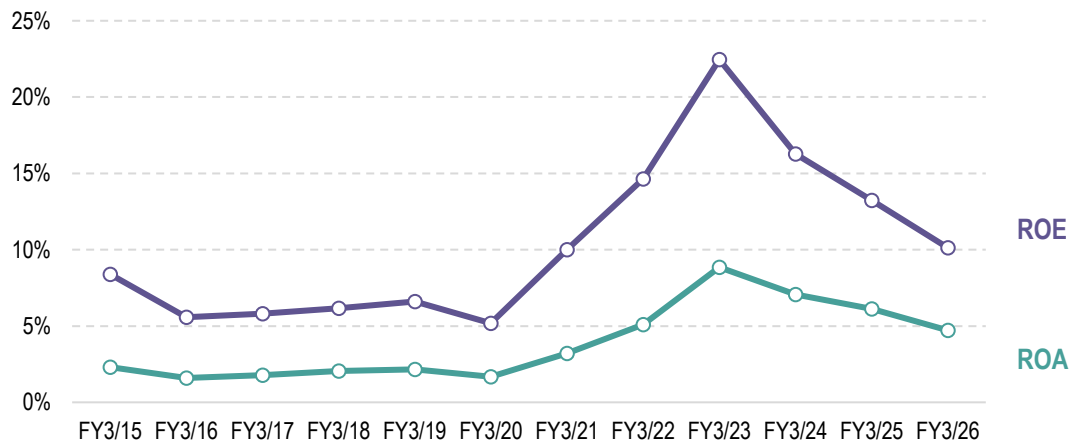
出所: 会社データ

### ROE および ROA の推移

同社の ROE および ROA は、2020 年 3 月期以降、売上高の拡大および利益率の改善に伴い大きく上昇したが、直近の会計年度においては低下に転じている。この低下は海運市況の軟化のみによるものではなく、飯野海運の資本蓄積が進んだことの反映でもある。同社は 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期中期経営計画の中核として大規模な設備投資計画を掲げており、これが完遂されれば ROA および ROE の改善に寄与するとみられるが、その実現には時間を要する。

### ROE が ROA を大きく上回っているのは、バランスシート上のレバレッジ効果によるものである

2015 年 3 月期以降の年間 ROA (%) および ROE (%) の推移



出所: 会社データ、ファクトセット

## セグメント別情報

同社の業績は、主に景気循環的な影響を受けやすい外航海運事業によって左右されるが、各セグメントの性質および収益ドライバーは大きく異なることから、投資家は同社をセグメント別に分析する必要があると考える。

飯野海運の中核事業は以下の 3 つのセグメントに分類されている。

### セグメント別の詳細

| セグメント    | 概要                                                            | 主なサービス・製品                                                                                                                      |
|----------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 外航海運業    | 液体およびバルク貨物の国際輸送。スポット契約と中長期契約を組み合わせた運航体制をとる。                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 石油化学製品</li> <li>- LPG、エタン、アンモニア</li> <li>- 原油</li> <li>- バルク貨物</li> </ul>             |
| 内航・近海海運業 | 日本沿岸および近海における LPG・LNG・石油化学製品の輸送。小型ガス船を用いた中長期契約ベースの安定的事業。      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- LPG、LNG</li> <li>- その他液化石油ガス</li> </ul>                                               |
| 不動産業     | 主に東京を中心としたオフィスビルの保有・開発・賃貸事業。英国および米国にも物件を保有。ホール、会議室や関連サービスも展開。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- オフィス賃貸および管理</li> <li>- 不動産開発</li> <li>- ホール・カンファレンス運営</li> <li>- フォトスタジオ運営</li> </ul> |

出所: 会社データ

### 外航海運業

外航海運業では、飯野海運が保有・運航する船隊を活用し、世界中の顧客に対して輸送サービスを提供している。輸送品目は石油化学製品、LPG、エタン、アンモニア、原油および各種バルク貨物が中心であり、これらは同社の船隊構成にも反映されている。

同社の船隊は、自己保有船と用船の組み合わせで構成されており、より高度かつ専門性の高い船舶を自己保有し、標準仕様で用船市場が確立している船舶を外部から調達する戦略を取っている。

### 同社の船隊は主にタンカーが中心だが、今後はガス船の比率を高める方向 外航海運事業における船隊構成の概要 (2026 年 6 月時点)

|        | 保有船舶 | 用船舶 | 合計船舶 | 載貨重量トン(千トン) |
|--------|------|-----|------|-------------|
| タンカー   |      |     |      |             |
| ケミカル   | 20   | 13  | 33   | 1,109.2     |
| オイル    | 3    | 0   | 3    | 936.5       |
| ドライバルク |      |     |      |             |
| ドライバルク | 3    | 15  | 18   | 1,126.9     |
| ウッドチップ | 0    | 1   | 1    | 50.0        |
| 外航ガス船  |      |     |      |             |
| LPG    | 7    | 0   | 7    | 385.2       |
| エタン    | 1    | 1   | 2    | 127.7       |
| アンモニア  | 1    | 0   | 1    | 17.9        |
| 合計     | 35   | 30  | 65   | 3,753.3     |

出所: 会社データ

海運運賃は非常に景気循環的であり、飯野海運は可能な限り中長期契約によって管理すべきと考えている。実際、同社の船隊の半数は中長期契約に基づいて運航されてお

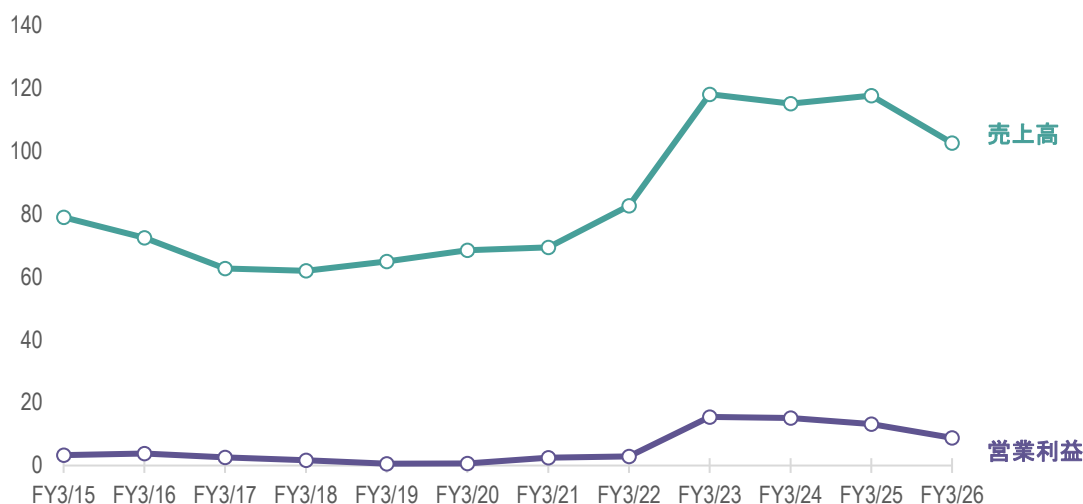


り、こうした契約が市況変動による影響を緩和している。外航海運業においては、大型原油タンカーは全て中長期契約に投入されており、安定収益に貢献している。大型ガス船も同様に全船が中長期契約下にあり、安定的な収益源となっている。注目すべきは、飯野海運が今後の大型ガス船についても竣工前に長期契約を確保する方針を明確にしている点である。

一方で、主にケミカルタンカーおよびドライバルク船においてスポット市場への一定のエクスポージャーを有しており、海運市況の上昇局面ではその恩恵を享受できる体制となっている。これは、2021 年 3 月期から 2025 年 3 月期にかけての非常に堅調な業績にも表れている。

### 船隊の大半が中長期契約および数量輸送契約(COA)でカバーされているにもかかわらず、海運市況の変動は依然として業績に大きく影響する

2015 年 3 月期以降の売上高および営業利益の推移(10 億円)



出所: 会社データ

端的に言えば、当セグメントのスポット市場へのエクスポージャーはケミカルタンカーおよびドライバルク船に限られており、大型ガス船と大型原油タンカーは収益の安定性を確保するため全て中長期契約下にある。

船隊の大半が中長期契約および数量輸送契約(COA)でカバーされているにもかかわらず、海運市況の変動は依然として業績に大きく影響する  
スポット市場へのエクスポージャー(2026 年度第 1 四半期時点)

|                  | 合計船舶      | 載貨重量トン<br>(千トン) | スポット<br>エクスポージャー |
|------------------|-----------|-----------------|------------------|
| <b>タンカー</b>      |           |                 |                  |
| ケミカル             | 33        | 1,109.2         | 49%*             |
| オイル              | 3         | 936.5           | 0%               |
| <b>ドライバルク</b>    |           |                 |                  |
| ドライバルク           | 16        | 957.0           | 60%*             |
| ウッドチップ・電力専用<br>船 | 3         | 219.8           | 0%               |
| <b>大型ガス船</b>     |           |                 |                  |
| LPG              | 7         | 385.2           | 0%               |
| エタン              | 2         | 127.7           | 0%               |
| アンモニア            | 1         | 17.9            | 0%               |
| <b>合計</b>        | <b>65</b> | <b>3,753.3</b>  | <b>-</b>         |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー

\*スポット比率は、一部の定期用船(T/C 船)を除いて算出

中東における地政学的緊張が配船に影響したことから、ケミカルタンカーのスポット市場エクスポージャーは前年同期の 31%(2025 年 3 月期第 4 四半期)から 49%へ上昇した。これは一時的な要因によるものであり、地政学的な混乱が収束し配船が正常化すれば、スポット市場エクスポージャーも従来の水準まで戻ると見込まれる。

今後について、飯野海運は外航海運業において大型ガス船・中小型ガス船の増強と既存船隊のリプレース(更新・代替)を中心とした大規模な設備投資計画を有している。2027 年 3 月期～2031 年 3 月期中期経営計画の一環として、同社は中長期契約船と自主運航船のバランスを図りながら、船隊整備を進める方針である。

しかし、船舶の発注から竣工までには長いリードタイムを要するため、船隊への投資が収益に反映されるまでには時間がかかる。海運市況のサイクルを超えて、船隊整備・増強が進むにつれて持続的な収益成長がもたらされ则认为。すでに発注されている大型船(VLCC や VLGC)には中長期契約が紐づいており、これが収益の安定性向上に寄与するためである。

### 内航・近海海運業

内航・近海海運業では、日本沿岸および近海地域において、中小型ガス船およびタンカーを用いた LNG、LPG および液化石油ガスの輸送を、本社のガス船部および子会社のイノガストランスポート株式会社(以下、IGT)で行っている。IGT は内航の液化石油ガス輸送でトップクラスのシェアを有しており、船舶は一般的に中長期契約のもと運航され、スポット市場の影響を受けない。収益は運航コスト(燃料、船員費、港費等)プラス適正利益で構成されている。IGT は船舶の維持管理を担っているが、その費用については運賃を通じ顧客へ転嫁を行っている。



## 内航・近海海運業の船隊は LPG タンカーを中心に構成されている

内航・近海海運セグメントの船舶概要 (2026 年 6 月時点)

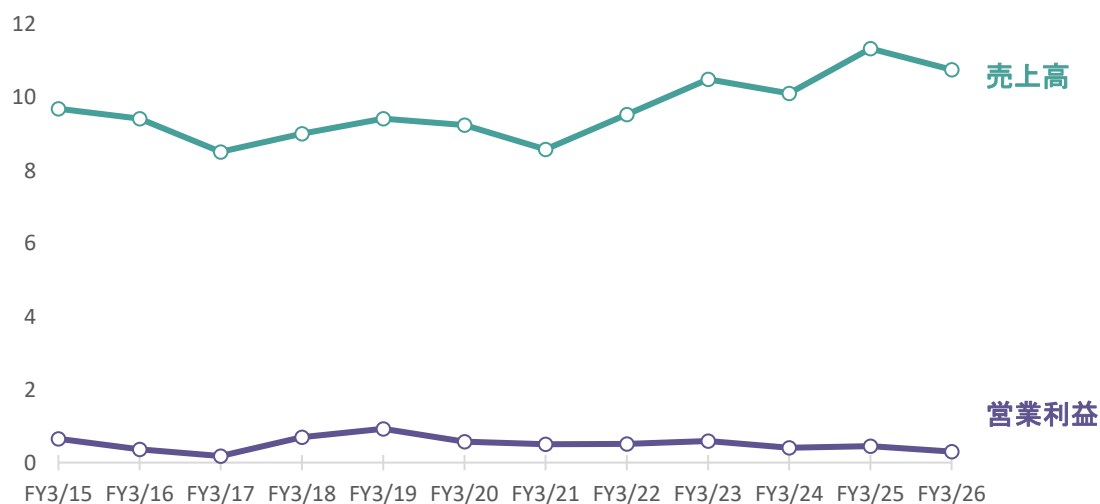
|       | 保有船舶 | 用船船舶 | 合計船舶 | 載貨重量<br>トン<br>(千トン) | スポット<br>エクスポ<br>ージャー |
|-------|------|------|------|---------------------|----------------------|
| 小型ガス船 |      |      |      |                     |                      |
| LNG   | 1    | 0    | 1    | 1.9                 | 0%                   |
| LPG   | 16   | 3    | 19   | 51.1                | 0%                   |
| 溶融硫黄  | 1    | 0    | 1    | 1.8                 | 0%                   |
| 合計    | 18   | 3    | 21   | 54.8                | 0%                   |

出所: 会社データ

当事業は多くの点で、一般的な海運業というよりもむしろエネルギーインフラ事業に近い性質を有している。これは、日本国内において包括的なガスパイプライン網が整備されていないことから、LPG や VCM などの液化ガスの国内輸送が中長期契約下のタンカーによって行われているためである。同事業のインフラ的・ディフェンシブな特性は、海運市況の変動に左右されない安定した収益基盤として表れている。

## 収益は着実に成長しており、海運業特有のボラティリティを伴わない

2015 年 3 月期以降の売上高および営業利益推移 (10 億円)

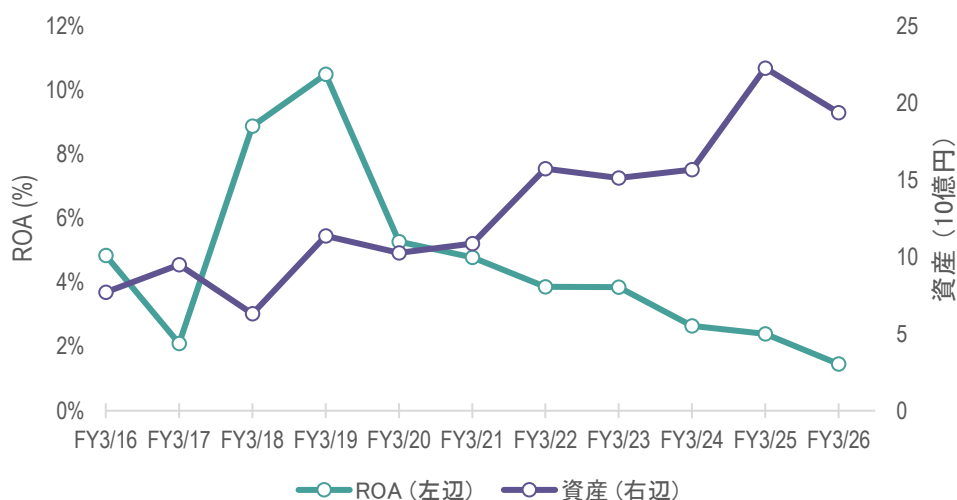


出所: 会社データ

ただし、売上高は増加しているものの、営業利益の拡大にはつながっていない。これは、人件費や保守費用などの運航コストの上昇に加え、老齢船の代替として投入された新造船による減価償却費の増加が要因である。さらに、深刻な内航船員不足が売上高成長のペースを鈍化させる要因となっている。

その結果、セグメントの ROA は、事業に投入される資本の増加に伴い低下傾向にある。

### セグメントの ROA は、投資資産の増加に伴い低下傾向 2016 年 3 月期以降の ROA 推移 (%)



出所: 会社データ

もっとも、飯野海運は、当事業の収益性改善に向けた施策を示している。具体的には、1) コスト管理の強化による営業利益率の低下への対応、2) 顧客との契約更改時における料金改定交渉を通じコスト上昇を価格転嫁することで売上高を拡大、の 2 点を挙げている。

これらの施策が着実に実行されれば、当セグメントは安定的な収益・キャッシュフローを創出し、適正な ROA を実現するものと当社は考える。

### 不動産事業

当セグメントは、主に東京都心部におけるオフィスビル賃貸を中核とする事業である。中でも、東京都心に位置する「飯野ビルディング」が主要物件となっている。近年では、海外展開にも注力しており、英国(ロンドン)や米国においても不動産を保有している。オフィス賃貸に加え、イイノホール&カンファレンスセンターおよびスタジオの運営も行っている。不動産業は同社の中核事業の一つであり、その始まりは 1960 年の飯野ビルディングの竣工にまで遡る。

不動産ポートフォリオは東京都心を中心だが、飯野海運は次の成長を牽引する領域として海外不動産に注力している

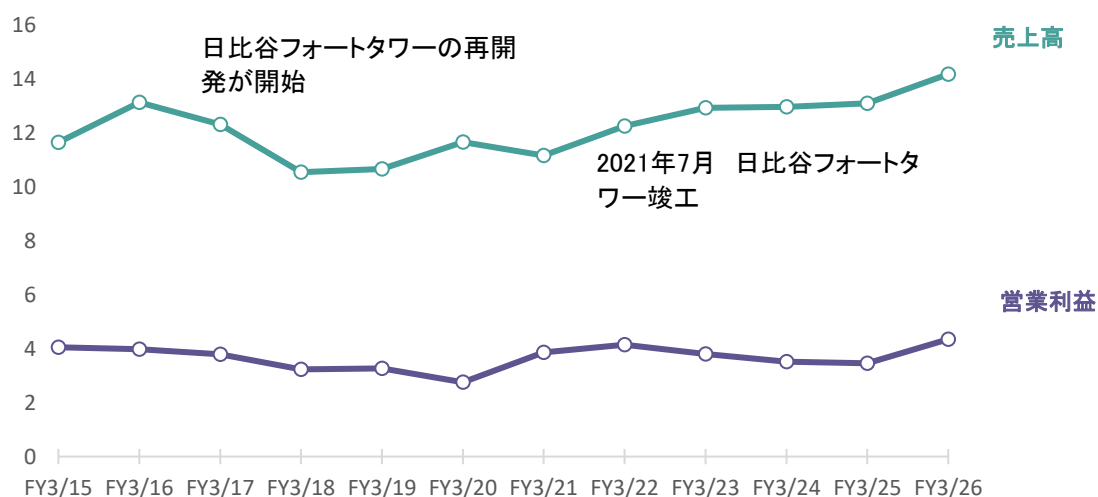
#### 不動産ポートフォリオの概要

| 所在地           | 物件名                          | 延床面積<br>(㎡) | 賃貸可能<br>面積(㎡) | 敷地面積<br>(㎡) | 竣工                     |
|---------------|------------------------------|-------------|---------------|-------------|------------------------|
| <b>国内</b>     |                              |             |               |             |                        |
| 千代田区          | 飯野ビルディング                     | 103,827     | 52,204        | 7,766       | 2011 年 10 月            |
| 千代田区          | 東京富士見ビル                      | 10,687      | 7,346         | 2,412       | 1983 年 9 月             |
| 港区            | 日比谷フォートタワー                   | 105,609     | 47,826        | 7,689       | 2021 年 6 月             |
| 港区            | 汐留芝離宮ビル                      | 35,015      | 21,249        | 3,418       | 2006 年 7 月             |
| 港区            | NS 虎ノ門ビル                     | 9,211       | 7,165         | 1,123       | 2016 年 4 月             |
| 文京区           | 飯野竹早ビル                       | 4,853       | 3,191         | 1,075       | 1988 年 3 月             |
| <b>海外</b>     |                              |             |               |             |                        |
| ロンドン(英)       | BRACON HOUSE                 | -           | 2,027         | -           | 1980 年代<br>(改装 2014 年) |
| ロンドン(英)       | 111 STRAND                   | -           | 3,510         | -           | 2002 年                 |
| ダラス(米)        | SOUTHSTONE YARDS<br>OFFICE-B | -           | 22,548        | -           | 2024 年 4 月             |
| ポートランド<br>(米) | PRESS BLOCK                  | -           | 28,654        | -           | 2025 年 10 月            |

出所: 会社データ、ファクトセット、アストリス・アドバイザー

再開発期間を除けば、売上高の推移は堅調であり、東京都心オフィス市場の強固なファンダメンタルズを反映している。仲介大手 JLL によれば、2026 年第 2 四半期時点において、東京は世界の主要商業都市の中で最も低い空室率を記録している。当社は、今後も東京都心オフィス市場の堅調な需給環境が、安定的な売上高成長を継続的に支えると見込んでいる。

#### 再開発事業の進捗に伴い、売上高は 2018 年 3 月期以降着実に増加している 2015 年 3 月期以降の売上高および営業利益の推移(億円)

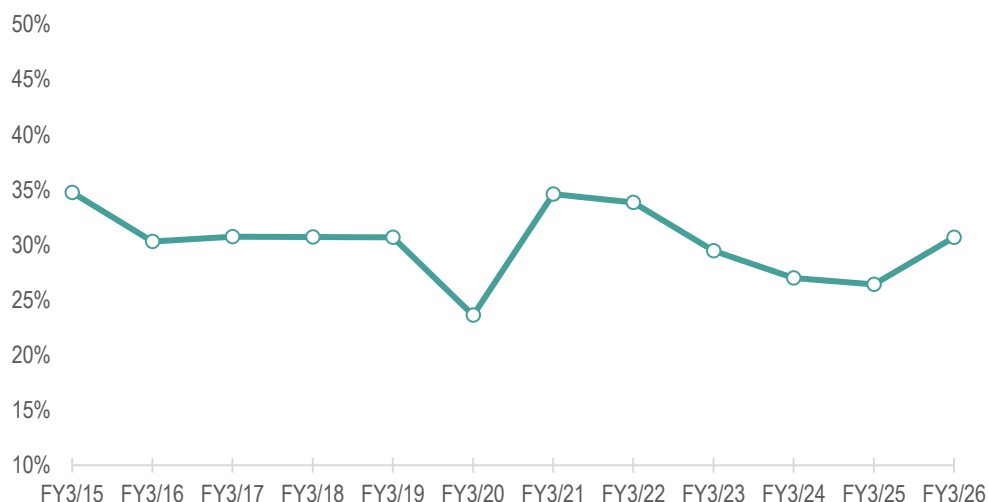


出所: 会社データ

近年における売上高の増加は営業利益の成長にはつながっておらず、人件費や営繕費等の管理コスト上昇により営業利益率が低下していることを示唆していた。もっとも、2026 年 3 月期にはこの傾向に変化がみられる。飯野海運が東京都心の主要物件において賃貸借契約の更新時に賃料引き上げを進めた結果、同期の営業利益率は拡大した。なお、

営業利益率はオフィス型 REIT (一般的に 40~50% の営業利益率を目標としている) と比較すると依然として低水準にある。

**営業利益率が REIT と比較して低いのは、事業特性を踏まれば納得できる  
2015 年 3 月期以降の営業利益率 (%) の推移**



出所: 会社データ

もっとも、営業利益率の低さは意図されたものであり、以下を反映している。

- 飯野ビルディングの 2 フロアを本社として自社利用していること
- 海運業の文化に則った安全重視の予防保全を実施しており、同業他社と比較してもより厳格な管理基準を採用していること
- 開発プロジェクトに関連する成長投資、および同業他社と比した事業規模の小ささ

なお、主要物件である飯野ビルディングを 100% 保有する一方で、飯野海運は不動産業のリスクを低減する目的で他の不動産デベロッパーとの共同開発を進めている。大型再開発案件である日比谷フォートタワーは三井物産の不動産開発部門との共同事業として完工し、米国ダラスにおける木造オフィスビルの新規案件「Southstone Yards Office-B」は、住友林業・熊谷組と現地の大手デベロッパーである Crow Holdings との共同開発により推進された。

このアプローチにより、飯野海運はパートナーの専門性を活用しながら運営リスクを一段と抑制し、中核の外航海運業と関連しない安定的なキャッシュフローと収益を創出できると当社は考える。

## グループ会社

飯野海運は、海運事業の特性上、連結子会社 66 社、持分法適用関連会社 8 社、連結対象外の関係会社を 9 社を有しており、その中でも主要な事業子会社として以下の 7 社が挙げられる。

### 主な関係会社 (2026 年 3 月期)

| 会社名                   | 関係    | 持分比率 (%) | 事業内容              |
|-----------------------|-------|----------|-------------------|
| <b>【外航海運】</b>         |       |          |                   |
| イノマリンサービス株式会社         | 連結子会社 | 100.0%   | 船舶の管理             |
| イノエンタープライズ株式会社        | 連結子会社 | 100.0%   | 海運仲立業             |
| AZALEA TRANSPORT S.A. | 連結子会社 | 100.0%   | 船舶の貸渡             |
| <b>【内航・近海海運】</b>      |       |          |                   |
| イノガストランスポート株式会社       | 連結子会社 | 100.0%   | 船舶の運航、貸渡及び管理      |
| <b>【不動産】</b>          |       |          |                   |
| イノ・ビルテック株式会社          | 連結子会社 | 100.0%   | ビルの管理             |
|                       | 連結子会社 | 100.0%   | 不動産関連事業（フォトスタジオ等） |
| 株式会社 イノ・メディアプロ        |       |          |                   |
| IKK HOLDING LTD       | 連結子会社 | 100.0%   | 海外不動産業            |

所: 会社データ



## 企業理念

### 企業理念 (IINO PURPOSE)

飯野海運は、「安全の確保を最優先に、人々の想いを繋ぎ、より豊かな未来を築きます」という明確な企業理念: IINO PURPOSE を掲げている。この基本理念は、同社の事業運営やステークホルダーとの関わり方に一貫して反映されており、最終的には株主価値の創出につながっている。

同社にとって安全最優先とは、単に船舶の安全運航を意味するものではなく、事業そのものを安全かつ持続可能に成長させていく姿勢を示している。この価値観が資本配分意思決定や投資優先順位において一貫して反映されてきた結果、長年にわたり海運・不動産両業界における度重なる統合・再編の波を乗り越え、125 年以上にわたり発展を続けてきた。

また、サステナビリティへの取り組みを経営の重要課題として位置付けており、2050 年のネットゼロ排出目標に向けた取り組みもこうした考えに基づいて推進されている。

### 経営方針 (IINO COMMITMENT)

同社の企業理念で示した社会に提供する価値をステークホルダーごとに明確化するため定められているのが「経営方針: IINO COMMITMENT」であり、ステークホルダーとの関係性を深め、長期的な信頼を築くことが、持続可能な成長と価値創出につながるとの考えに基づいている。また、企業理念ならびに経営方針を実現するための役職員の心構えを明確にするため、「行動規範: IINO STYLE」を定めている。

当社は、これが単なる理念の表明にとどまらないとみる。飯野海運は保有船隊の大半をスポット市場ではなく中長期契約に投入しており、不動産ポートフォリオについても、実績のある法人テナントに複数年契約で賃貸している。市況エクスポージャーよりも契約に裏付けられた収益を選好する姿勢こそが、この経営方針の事業運営上の表れである。

### IINO VISION

IINO VISION は、同社の長期的な理念と足元の事業戦略とを橋渡しする位置づけにあり、複数の時間軸をカバーしている。

- 2050 年長期ビジョンは、「ネットゼロ社会の基盤を支えるクリーンエネルギーインフラのバリューチェーンを担う企業」となることを目指すものである。エタン船や次世代燃料船への投資が、船隊規模の拡大自体を目的としたものではない理由はここにある。
- 2035 年中期ビジョンは、「資本効率の最適化と盤石な収益基盤を両立し、顧客と共創しながら価値を創造する企業」を掲げており、2036 年 3 月期までに ROE 10%、ROIC 5%を達成するという目標に向けて資本配分意思決定を規律づけている。

さらに当社は、2027 年 3 月期～2031 年 3 月期の中期経営計画を単独の計画としてではなく、同社の 2035 年ビジョンの最初の 5 年間として捉えるべきと考える。



## ビジネスモデル

### 主要な概念と事業フロー

飯野海運は、海運事業と不動産事業で構成される事業ポートフォリオを有しており、それぞれの事業モデルおよび特徴を個別に分析することが適切である。

#### 海運事業の主な特徴

- **売上高**: 運賃水準に依存しており、その水準は世界的な需給バランスにより大きく左右される。リスク管理は、スポット契約と中長期の定期用船契約を組み合わせることや様々な船種に分散投資することに対応している。
- **コスト**: 船舶取得に伴う多額の設備投資を必要とする。船価は近年上昇傾向にあり、データによれば足元の VLGC 新造船価は約 US\$1.14 億に達している。また、運航コストに占める燃料費の割合は約 60%と高い。
- **主要ドライバー**: 世界経済、為替、貿易政策、地政学的リスク、国際規制の動向に極めて敏感である。

#### 不動産事業の主な特徴

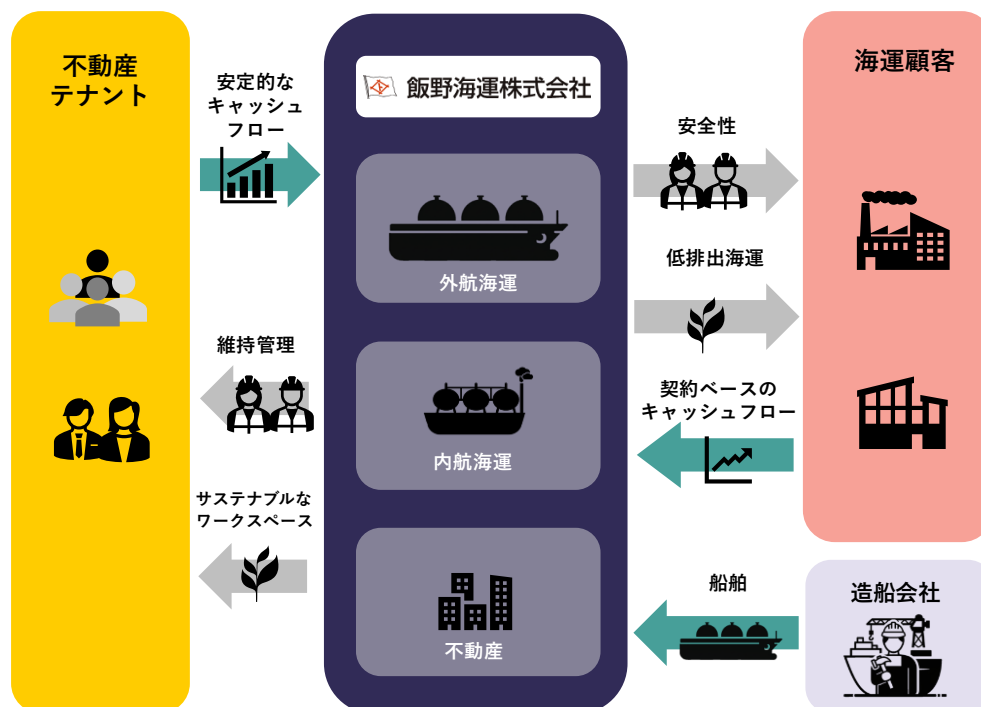
- **売上高**: 大手法人を中心としたテナントとの中長期賃貸契約により、安定的かつ予測可能な収益を得る。東京都心のグレード A クラスのビルへの集中投資により高稼働率を維持している。
- **コスト**: 物件取得および開発を行う場合は多額の設備投資が必要となる。既存の所有ビルでは、維持管理費用、固定資産税等の継続的な運営コストが発生する。
- **主要ドライバー**: 業績は地域経済の動向および人口動態に連動し、また、(借入を伴う場合は)金利変動の影響を受けやすい。

## 事業フロー

下図は、飯野海運における2つの事業がどのように相互補完的に機能しているかを示している。

ボラティリティの高い海運業のキャッシュフローを安定収益源が下支えている構造

事業フローの概要



出所: 会社データ

## 同業他社分析

飯野海運の収益性およびバリュエーションを評価するにあたり、以下の比較対象企業を選定した。

- **国内企業:** 主要大手および中堅の海運会社に加え、オフィス特化型の J-REIT も対象とした。
- **海外企業:** 主に同規模かつタンカー事業に注力する海外の海運会社を中心に選定した。

### 国内企業

| 会社名                       | 概要                                                        |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 日本郵船(9101 JP)             | 国際海上輸送を中心に、コンテナ船、ドライバルク船、航空貨物輸送を含むグローバル物流事業を展開している。       |
| 商船三井(9104 JP)             | ドライバルク船、LNG 船、自動車運搬船、コンテナ船など多様な船隊を運航する多国籍総合輸送企業である。       |
| 川崎汽船(9107 JP)             | ドライバルク船、LNG 輸送、コンテナ船を中心に、海上・陸上・航空輸送サービスを幅広く提供している。        |
| NS ユナイテッド海運(9110 JP)      | 鉄鉱石、石炭、穀物などの原材料海上輸送を主力とし、大型バルク船を中心に船隊を運用している。             |
| 日本ビルファンド投資法人(8951 JP)     | 東京都心のビジネス中心地区に所在する高品質・大規模オフィスビルを中心に投資を行う J-REIT である。      |
| ジャパンリアルエステイト投資法人(8952 JP) | 日本最大級の J-REIT の一つであり、東京都心を中心とする多様なオフィスビルおよび商業用不動産を保有している。 |

出所: 会社データ、ブルームバーグ

### 海外企業

| 会社名                                     | 概要                                                                                                        |
|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Stolt-Nielsen (SNI NO)                  | ケミカルタンカー、ターミナル、タンクコンテナを活用し、液体バルクおよび化学品物流の分野でグローバルに輸送・保管・配送サービスを提供している。                                    |
| Odfjell SE (ODF NO)                     | 化学品および特殊液体バルク貨物の海上輸送・保管分野で世界有数の事業規模を有し、ケミカルタンカーおよびタンクターミナルのネットワークを運営している。                                 |
| BW LPG (BWLPG NO)                       | 世界最大規模の VLGC (大型液化ガス運搬船) 船隊を保有・運航し、LPG の国際海上輸送を主力事業として展開している。                                             |
| Dorian LPG (LPG US)                     | VLGC 船隊を保有・運航し、エネルギー企業およびトレーダー向けに LPG のグローバル輸送サービスを提供している。                                                |
| FLEX LNG (FLNG US)                      | LNG 運搬船を保有・運航し、主要なエネルギー企業および公益事業会社向けに LNG の海上輸送サービスを提供している。                                               |
| Capital Clean Energy Carriers (CCEC US) | 最新世代の LNG 船、二元燃料の中型ガス船、液化 CO <sub>2</sub> 船から成る船隊を保有・運航し、その大半を複数年の定期用船契約に投入している。                          |
| Navigator Holdings (NVGS US)            | 世界最大規模のハンディサイズ液化ガス船隊を保有・運航し、エチレン、エタン、LPG、アンモニアを輸送するほか、米国の Morgan's Point エチレン輸出ターミナルに 50% の持分を有している。      |
| TEN Ltd (TEN US)                        | 旧 Tsakos Energy Navigation。原油・プロダクトタンカー、LNG 船、DP2 シャトルタンカーから成る多様な船隊を運航し、船隊の 70% 超を平均 3 年程度の長期用船契約に投入している。 |

出所: 会社データ、ブルームバーグ



## 主な分析結果

### 収益性

海運業界の変動の大きさを踏まえれば、収益性の評価においては長期的な指標に着目することがより適切であると考ええる。飯野海運の過去 10 年平均の営業利益率は 9.0%であり、国内海運同業平均の 5.0%を上回る。国内同業に対する優位性は、長期契約を重視する戦略および安定的な収益を生む相応の規模の不動産業を有していることによるものと考ええる。

### バリュエーション

投資家はこれまで、海運株の評価指標として PBR および EV/EBITDA 倍率の 2 指標を使い分けてきた。市況低迷期には PBR を、好況期には EV/EBITDA を重視する傾向がある。飯野海運については、不動産業の比重が大きく(不動産セクターでは PBR および P/NAV が主要評価指標となる)、かつ極めて強い上昇局面を経て海運市況が軟化しつつある現状を踏まえれば、PBR がより適切な評価指標であると考ええる。

飯野海運の足元の PBR は 1.11 倍であり、国内海運同業平均の 1.10 倍とほぼ同水準、国内海運大手 3 社の平均 1.02 倍に対してはプレミアムとなっている。一方、海外同業平均の 1.41 倍は下回り、オフィス系 J-REIT2 社の平均 1.46 倍には及ばない。前回のレポートにおいて当社は、持続的で変動の小さい収益実績を理由に、同社は PBR ベースで海運同業他社に対しプレミアムで評価されるべきと考えていた。

**会社予想は足元の利益成長の鈍化を見込んでいるものの、当社はこのバリュエーション・プレミアムが維持されるとみる。** 保守的なバランスシートにより、飯野海運は軟化する海運市況のなかで守りに入るのではなく、投資を継続できる立場にあるためである。

### 主要ポイント

当社は、飯野海運の国内海運同業に対するプレミアム評価は正当であり、かつ持続可能であると考ええる。過去 10 年平均の営業利益率 9.0%、同 ROIC 4.1%はいずれも比較対象群を上回り、収益変動性も大幅に低い。大規模な設備投資を軸とする成長戦略を着実に遂行できれば、バリュエーションにはさらなる上昇余地があるとみる。

飯野海運は PBR ベースで国内海運同業に対しプレミアムで取引されているが、収益の相対的な安定性と持続性を踏まえれば妥当と考える  
主要な収益性・バリュエーション指標の同業他社比較分析

| ティッカー           | 会社名                                 | 時価総額<br>(百万米ドル) | 収益性                       |                        |                          |                    | バリュエーション                        |                              |                             |                               |                           |            |
|-----------------|-------------------------------------|-----------------|---------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------|---------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------|------------|
|                 |                                     |                 | 直近 12 か<br>月の営業<br>利益率(%) | 10 年平均<br>営業利益<br>率(%) | 直近 12 か<br>月の ROE<br>(%) | 10 年平均<br>ROIC (%) | EV/EBITDA<br>12 か月フォ<br>ワード (倍) | EV/売上高<br>12 か月フォ<br>ワード (倍) | 配当利回り<br>12 か月フォ<br>ワード (%) | FCF 利回り<br>12 か月フォ<br>ワード (%) | PER<br>12 か月フォ<br>ワード (倍) | PBR<br>(倍) |
| 9119 JP<br>国内企業 | 飯野海運株式会社                            | 1,191           | 10.8                      | 9.0                    | 14.9                     | 4.1                | 10.4                            | 2.3                          | 3.1                         | -5.5                          | 12.9                      | 1.11       |
| 9101 JP         | 日本郵船株式会社                            | 19,605          | 6.2                       | 5.2                    | 7.7                      | 2.2                | 11.0                            | 1.5                          | 3.3                         | -3.5                          | 12.8                      | 0.98       |
| 9104 JP         | 株式会社商船三井                            | 16,410          | 6.0                       | 3.9                    | 8.1                      | 1.5                | 14.7                            | 2.2                          | 2.9                         | 1.1                           | 10.8                      | 0.86       |
| 9107 JP         | 川崎汽船株式会社                            | 13,805          | 7.9                       | 2.8                    | 7.5                      | 0.3                | 14.4                            | 2.0                          | 3.4                         | 3.2                           | 16.0                      | 1.24       |
| 9110 JP         | NS ユナイテッド海運株式会社                     | 1,589           | 10.0                      | 7.9                    | 13.7                     | 5.6                | -                               | -                            | -                           | -                             | -                         | 1.31       |
| 8951 JP         | 日本ビルファンド投資法人                        | 6,939           | 44.7                      | 33.4                   | 5.9                      | 3.2                | 26.3                            | 18.8                         | 4.2                         | -                             | 24.4                      | 1.43       |
| 8952 JP         | ジャパンリアルエステイト投資法人                    | 5,359           | 38.3                      | 39.3                   | 6.7                      | 3.1                | 25.4                            | 15.4                         | 4.7                         | 6.1                           | 24.1                      | 1.50       |
| 平均値             |                                     |                 | 18.8                      | 15.4                   | 8.3                      | 2.6                | 18.4                            | 8.0                          | 3.7                         | 1.7                           | 17.6                      | 1.22       |
| 海外企業            |                                     |                 |                           |                        |                          |                    |                                 |                              |                             |                               |                           |            |
| SNI NO          | Stolt-Nielsen Limited               | 2,058           | 11.7                      | 11.4                   | 9.2                      | 6.1                | 6.0                             | 1.5                          | 5.0                         | 2.7                           | 10.3                      | 0.84       |
| ODF NO          | Odfjell SE Class A                  | 1,120           | 18.1                      | 12.5                   | 16.4                     | 6.3                | 5.5                             | 2.2                          | 6.4                         | 16.0                          | 8.2                       | 1.03       |
| BWLPG NO        | BW LPG Limited                      | 3,942           | 15.4                      | 16.0                   | 23.7                     | 10.4               | 6.3                             | 4.9                          | 8.9                         | 12.7                          | 9.7                       | 1.96       |
| LPG US          | Dorian LPG Ltd.                     | 2,495           | 52.0                      | 30.4                   | 28.3                     | 7.3                | 7.7                             | 5.2                          | 6.5                         | 15.6                          | 8.9                       | 2.02       |
| FLNG US         | FLEX LNG Ltd                        | 1,759           | 49.5                      | 40.5                   | 14.0                     | 5.6                | 11.8                            | 8.9                          | 9.2                         | 10.3                          | 15.0                      | 2.50       |
| CCEC US         | Capital Clean Energy Carriers Corp. | 1,325           | 50.0                      | 37.5                   | 6.6                      | 6.0                | 9.2                             | 6.9                          | 2.8                         | -39.1                         | 8.7                       | 0.86       |
| NVGS US         | Navigator Holdings Ltd.             | 1,541           | 26.0                      | 17.9                   | 11.4                     | 3.9                | 7.6                             | 4.2                          | 1.6                         | 7.2                           | 13.3                      | 1.24       |
| TEN US          | TEN Ltd                             | 1,555           | 38.3                      | 20.1                   | 16.9                     | 4.4                | 5.6                             | 3.3                          | 3.8                         | 2.2                           | 6.7                       | 0.84       |
| 平均値             |                                     |                 | 32.6                      | 23.3                   | 15.8                     | 6.3                | 7.5                             | 4.6                          | 5.5                         | 3.5                           | 10.1                      | 1.41       |

出所:ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー



## EPS 成長は直近数年間、国内海運同業に比べて劣後している

過去実績の同業他社比較分析 - 過去 5 年間の年平均成長率と収益性指標の変化率 (2020 年～2025 年)

| ティッカー       | 会社名                                 | 成長率の 5 年 CAGR |      |      |      |      |        | 過去 5 年間の変化 |          |       |       |
|-------------|-------------------------------------|---------------|------|------|------|------|--------|------------|----------|-------|-------|
|             |                                     | 売上高           | EBIT | 純利益  | EPS  | BPS  | 総資産成長率 | 粗利益率       | FCF マージン | ROE   | ROA   |
| 9119 JP     | 飯野海運株式会社                            | 7.4           | 16.0 | 15.0 | 15.0 | 14.7 | 7.1    | 5.2        | -14.0    | 4.1   | 2.8   |
| <i>国内企業</i> |                                     |               |      |      |      |      |        |            |          |       |       |
| 9101 JP     | 日本郵船株式会社                            | 8.5           | 9.9  | 8.7  | 12.9 | 43.7 | 19.6   | 1.6        | 3.7      | -38.0 | -9.1  |
| 9104 JP     | 株式会社商船三井                            | 13.0          | 20.1 | 18.8 | 19.8 | 39.0 | 23.3   | 10.3       | -4.3     | -23.6 | -5.1  |
| 9107 JP     | 川崎汽船株式会社                            | 10.2          | 2.9  | 4.1  | 10.2 | 61.5 | 19.2   | 9.4        | 19.1     | -92.6 | -15.2 |
| 9110 JP     | NS ユナイテッド海運株式会社                     | 10.7          | 27.4 | 31.5 | 31.5 | 14.2 | 1.8    | 2.2        | 24.8     | 5.8   | 5.4   |
| 8951 JP     | 日本ビルファンド投資法人                        | 8.5           | 5.6  | 5.5  | 2.1  | 0.9  | 3.9    | 3.1        | 135.1    | -0.4  | -0.3  |
| 8952 JP     | ジャパンリアルエステイト投資法人                    | 6.5           | 3.5  | 3.2  | 2.6  | 0.5  | 1.5    | -8.7       | -27.1    | 0.7   | 0.2   |
| 平均値         |                                     | 9.6           | 11.6 | 12.0 | 13.2 | 26.6 | 11.5   | 3.0        | 25.2     | -24.7 | -4.0  |
| <i>海外企業</i> |                                     |               |      |      |      |      |        |            |          |       |       |
| SNI NO      | Stolt-Nielsen Limited               | 9.5           | 31.1 | 57.5 | 61.7 | 14.4 | 7.2    | 3.6        | 5.5      | 5.2   | 2.8   |
| ODF NO      | Odfjell SE Class A                  | 5.6           | 18.7 | 43.8 | 43.7 | 15.1 | 1.6    | 13.2       | 23.2     | 19.7  | 8.3   |
| BWLPG NO    | BW LPG Limited                      | 37.2          | 6.7  | 1.9  | 0.0  | 10.7 | 9.0    | -28.9      | -18.6    | 4.6   | 3.1   |
| LPG US      | Dorian LPG Ltd.                     | 8.8           | 13.2 | 15.9 | 19.6 | 3.1  | 3.4    | 9.9        | -21.8    | 8.9   | 5.4   |
| FLNG US     | FLEX LNG Ltd                        | 16.1          | 27.4 | 56.0 | 56.0 | -3.0 | 2.6    | -3.2       | 366.7    | -0.4  | -1.4  |
| CCEC US     | Capital Clean Energy Carriers Corp. | 22.8          | 35.7 | 30.6 | 12.0 | 2.6  | 37.9   | 15.2       | -189.8   | -7.2  | -4.9  |
| NVGS US     | Navigator Holdings Ltd.             | 12.0          | 31.4 | 23.3 | 28.8 | 2.2  | 4.6    | 10.8       | 5.2      | 8.2   | 4.3   |
| TEN US      | TEN Ltd                             | 4.4           | 26.5 | 46.0 | -9.3 | -3.9 | 4.9    | 32.8       | -29.0    | 15.1  | 6.9   |
| 平均値         |                                     | 14.5          | 23.8 | 34.4 | 26.5 | 5.1  | 8.9    | 6.7        | 17.7     | 6.8   | 3.1   |

出所: ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー

注: 数値は未調整

## バランスシート

飯野海運は、資本集約型事業を中核とする一方で、健全なバランスシートと適度なレバレッジ水準を維持している。二軸型の事業戦略を有していることから、同社の資本構成は海運専門企業や不動産専門企業とは異なる特徴を有しており、最適資本構成を評価するにあたってはこの点を考慮することが重要と考える。

当社の主な見解は以下の通りである。

- 流動性 — 同社の流動性指標（流動比率 0.8 倍、当座比率 0.7 倍）は、国内平均（1.3 倍、1.2 倍）および海外平均（1.7 倍、1.6 倍）をいずれも下回る。もっともこれは同社の流動性を過小に示していると当社はみる。不動産業が生み出す安定的かつ継続的なキャッシュフローは、これらの指標が捉えきれない財務柔軟性をもたらしているためである。
- レバレッジ — ネット有利子負債資本倍率は 0.8 倍と国内平均の 0.5 倍を上回るが、海外平均の 1.0 倍は下回る。ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 4.8 倍と、国内海運同業平均の 2.6 倍および海外平均の 3.6 倍をいずれも上回るものの、国内 REIT2 社の平均 9.0 倍と比べれば大幅に低い水準にある。

総じて、飯野海運のバランスシートは堅固であり、戦略的投資計画を支える十分な資本基盤を有していると評価する。設備投資 641 億円を背景に有利子負債が前期の 1,207 億円から 2026 年 3 月期には 1,417 億円へ増加し、レバレッジは上昇したが、当社はこれを資本構成の前向きな最適化と捉えている。新中期経営計画は、D/E レシオ目標を前計画の上限 1.5 倍から 2031 年 3 月期までに 1.30~1.80 倍のレンジへと引き上げており、より高いレバレッジを許容する根拠として保有不動産の価値を明示的に挙げている。

国内同業他社と比較してレバレッジは高いものの、バランスシートは堅調  
流動性、負債比率、資本効率の比較

| 会社名                                 | 流動性         |             | 負債比率                   |                              |                    |                | 効率性           |                    |             |                        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|------------------------|------------------------------|--------------------|----------------|---------------|--------------------|-------------|------------------------|
|                                     | 流動比率<br>(倍) | 当座比率<br>(倍) | ネット<br>D/E レシ<br>オ (倍) | EBITDA<br>有利子負<br>債倍率<br>(倍) | 負債総資<br>本比率<br>(%) | 自己資本<br>比率 (%) | 資産回転<br>率 (倍) | 棚卸資産<br>回転率<br>(倍) | 在庫日数        | キャッシ<br>ュ・サイク<br>ル (日) |
| <b>飯野海運株式会社</b>                     | <b>0.8</b>  | <b>0.7</b>  | <b>0.8</b>             | <b>4.8</b>                   | <b>47.5</b>        | <b>45.6</b>    | <b>0.4</b>    | <b>19.2</b>        | <b>19.0</b> | <b>15.2</b>            |
| <i>国内企業</i>                         |             |             |                        |                              |                    |                |               |                    |             |                        |
| 日本郵船株式会社                            | 1.0         | 0.9         | 0.3                    | 3.1                          | 28.1               | 59.1           | 0.5           | 29.1               | 12.6        | 22.7                   |
| 株式会社商船三井                            | 1.0         | 0.9         | 0.8                    | 7.6                          | 46.5               | 48.2           | 0.3           | 24.7               | 14.8        | 14.9                   |
| 川崎汽船株式会社                            | 2.3         | 2.1         | 0.0                    | -0.2                         | 14.1               | 76.9           | 0.4           | 20.6               | 17.7        | 28.7                   |
| NS ユナイテッド海運株式会社                     | 2.9         | 2.5         | 0.0                    | 0.0                          | 25.4               | 63.6           | 0.8           | 12.9               | 28.3        | 53.1                   |
| 日本ビルファンド投資法人                        | 0.4         | 0.4         | 0.8                    | 9.7                          | 46.3               | 50.3           | 0.1           | -                  | -           | -                      |
| ジャパンリアルエステイト投資法人                    | 0.3         | 0.3         | 0.8                    | 8.2                          | 48.1               | 48.4           | 0.1           | -                  | -           | -                      |
| <b>平均</b>                           | <b>1.3</b>  | <b>1.2</b>  | <b>0.5</b>             | <b>4.7</b>                   | <b>34.7</b>        | <b>57.7</b>    | <b>0.4</b>    | <b>21.8</b>        | <b>18.3</b> | <b>29.9</b>            |
| <i>海外企業</i>                         |             |             |                        |                              |                    |                |               |                    |             |                        |
| Stolt-Nielsen Limited               | 1.0         | 0.9         | 0.9                    | 3.2                          | 49.4               | 43.2           | 0.5           | 29.0               | 12.6        | 45.5                   |
| Odyssey SE Class A                  | 1.6         | 1.4         | 0.9                    | 2.5                          | 51.5               | 46.1           | 0.5           | 20.9               | 17.5        | 50.0                   |
| BW LPG Limited                      | 1.5         | 1.3         | 0.3                    | 0.8                          | 32.1               | 57.1           | 1.1           | 30.0               | 12.2        | 24.1                   |
| Dorian LPG Ltd.                     | 2.7         | 2.7         | 0.3                    | 1.4                          | 38.4               | 60.9           | 0.3           | 89.3               | 4.1         | 44.2                   |
| FLEX LNG Ltd                        | 2.7         | 2.7         | 2.1                    | 6.0                          | 72.3               | 27.0           | 0.1           | 23.7               | 15.4        | 36.6                   |
| Capital Clean Energy Carriers Corp. | 1.2         | 1.1         | 1.7                    | 8.6                          | 65.4               | 33.2           | 0.1           | 38.8               | 9.4         | -12.4                  |
| Navigator Holdings Ltd.             | 1.2         | 1.1         | 0.6                    | 2.7                          | 43.0               | 52.9           | 0.3           | 28.1               | 13.0        | 34.7                   |
| TEN Ltd                             | -           | -           | 0.9                    | 3.9                          | 52.3               | 45.9           | 0.2           | 32.7               | 11.2        | -4.1                   |
| <b>平均</b>                           | <b>1.7</b>  | <b>1.6</b>  | <b>1.0</b>             | <b>3.6</b>                   | <b>50.6</b>        | <b>45.8</b>    | <b>0.4</b>    | <b>36.6</b>        | <b>11.9</b> | <b>27.3</b>            |

出所: リフィニティブ、ファクトセット

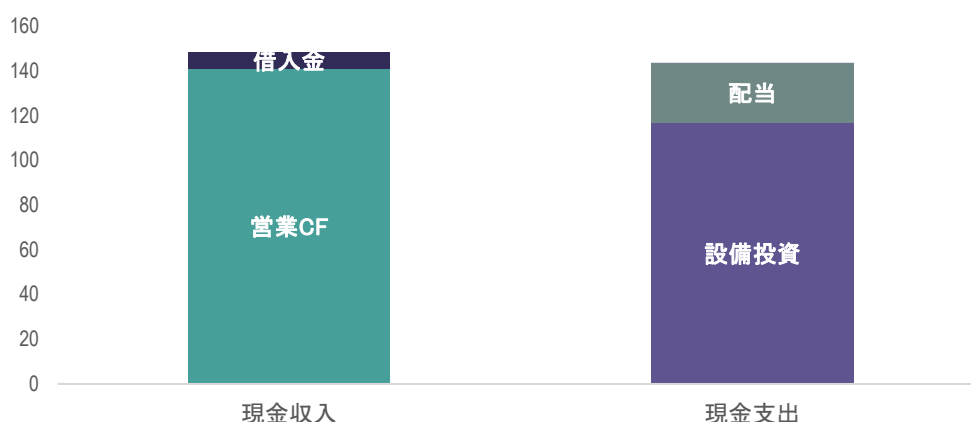


## 資本配分

直近 5 年間にあたる 2022 年 3 月期から 2026 年 3 月期は、海運市況が極めて強い上昇局面に入ったことで営業利益が急拡大した期間であり、当社は同様の市況が再現される可能性は低いとみる。この期間の累積キャッシュフローは 48 億円のプラスであり、営業活動およびデット調達により創出した 1,485 億円のキャッシュフローの大部分 (70%) にあたる 1,168 億円を設備投資に充当した。

加えて、株主への配当金として 269 億円を還元している。

### キャッシュフローの大部分は成長投資に振り向けられている 過去 5 年間の累積資本創出・配分実績 (2022 年 3 月期～2026 年 3 月期)



出所: 会社データ

2026 年 3 月期末時点の現金残高は 141 億円であり、過去と概ね同水準にある。飯野海運は、過去一貫して安定的な現金水準を維持しつつ、余剰資金を計画的に設備投資へ充当してきた実績を有している。これは事業の資本集約的な性質を踏まえれば当然の姿といえる。

## 資本配分の見通し

新中期経営計画 (2027 年 3 月期～2031 年 3 月期) における飯野海運の設備投資計画は、前計画の 2 倍にあたる 2,000 億円であり、成長・新規事業 (650 億円)、主力事業 (500 億円)、安定・成熟事業 (450 億円)、戦略投資 (400 億円) に配分される。この資金は営業キャッシュフロー 1,300 億円、資産売却 370 億円、財務キャッシュフロー 810 億円により手当てされる。財務キャッシュフローの活用により有利子負債は増加する見込みであり、D/E レシオは 2026 年 3 月期の 0.9 倍から 1.30～1.80 倍が目標とされている。

株主還元も引き続き重要な位置づけにある。配当性向 40% の目標は維持しつつ、新たに 1 株当たり 30 円の下限配当と自己株取得がこれを補完する枠組みとなり、今後 5 年間で 480 億円が株主還元配分される計画である。

M&A は創業以来、飯野海運の成長に大きく寄与してきた実績はなく、新中期経営計画のもとでもこの点は変わらないと当社はみる。同社は、M&A を選択肢に入れつつ、既存のパートナーシップ／ジョイントベンチャーの枠組みを活用して隣接する新規事業領域へ展開する意向を示している。



## 当社の業績予想と主な前提条件

2026 年 3 月期第 4 四半期の決算発表を受け、飯野海運の 2027 年 3 月期業績予想および新中期経営計画(2027~2031 年 3 月期)の目標値を反映するかたちで業績予想を修正した。当社の業績予想は、以下の主要因を織り込んでいる。

- 資本計画に沿った新造船および不動産開発への継続的な投資。
- コモディティ価格および海運市況に対しては中立的な前提を採用しており、当社予想には市況の改善または悪化は織り込んでいない。
- 財務規律および利益率管理における飯野海運の実績ある運営姿勢。
- 当社の業績予想には、現時点で公表されていない M&A の影響は織り込んでいない。

### アストリスの業績予想

| 年度                    | FY3/27E<br>(旧) | FY3/28E<br>(旧) | FY3/29E<br>(旧) | FY3/27E<br>(新) | FY3/28E<br>(新) | FY3/29E<br>(新) |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 外航海運業                 | 103.49         | 108.15         | 115.72         | 109.84         | 114.78         | 122.82         |
| 内航・近海海運業              | 11.30          | 11.64          | 11.99          | 11.41          | 11.75          | 12.10          |
| 不動産業                  | 14.61          | 14.97          | 15.34          | 14.61          | 14.97          | 15.34          |
| <b>売上高 (10 億円)</b>    | <b>129.40</b>  | <b>134.76</b>  | <b>143.05</b>  | <b>135.86</b>  | <b>141.51</b>  | <b>150.27</b>  |
| 成長率 (%)               | +1.7           | +4.1           | +6.2           | +6.7           | +4.2           | +6.2           |
| 外航海運業                 | 4.66           | 9.19           | 10.41          | 7.36           | 9.76           | 11.05          |
| 内航・近海海運業              | 0.45           | 0.49           | 0.54           | 0.57           | 0.61           | 0.65           |
| 不動産業                  | 4.09           | 4.49           | 4.60           | 4.09           | 4.49           | 4.60           |
| <b>営業利益 (10 億円)</b>   | <b>9.10</b>    | <b>14.08</b>   | <b>15.46</b>   | <b>11.92</b>   | <b>14.76</b>   | <b>16.21</b>   |
| 営業利益率 (%)             | 7.0            | 10.4           | 10.8           | 8.8            | 10.4           | 10.8           |
| <b>EBITDA (10 億円)</b> | <b>22.51</b>   | <b>32.90</b>   | <b>35.69</b>   | <b>26.52</b>   | <b>34.32</b>   | <b>37.24</b>   |
| EBITDA マージン (%)       | 17.4           | 24.4           | 25.0           | 19.5           | 24.3           | 24.8           |
| <b>ROE (%)</b>        | <b>7.8</b>     | <b>8.6</b>     | <b>9.2</b>     | <b>9.0</b>     | <b>8.7</b>     | <b>9.4</b>     |
| ROA (%)               | 3.6            | 3.8            | 3.9            | 4.1            | 3.8            | 3.9            |
| <b>DPS (円)</b>        | <b>46.0</b>    | <b>55.0</b>    | <b>61.0</b>    | <b>53.0</b>    | <b>55.0</b>    | <b>61.0</b>    |
| 配当利回り (%)             | 2.6            | 3.1            | 3.5            | 3.0            | 3.1            | 3.5            |

出所: アストリス・アドバイザリー

当社業績予想の主な前提は以下のとおり。

- **売上成長** — 資本投資計画に沿った新造船の竣工・引渡し、特に中長期契約が付いた VLCC1 隻および大型ガス船 1 隻が主たる成長要因となり、不動産業における段階的な賃料上昇および内航・近海海運業における緩やかな運賃引き上げがこれを補完すると想定する。
- **収益性** — 2027 年 3 月期の営業利益率は 8.8%と予想する(2026 年 3 月期: 10.6%)。海運市況の軟化と中東の地政学的緊張の影響を反映した水準だ。2028 年 3 月期以降は、新造船の竣工・引渡し、不動産業および内航・近海海運業における賃料・運賃の上昇、ならびに安定的な営業コストを背景に、営業利益率の小幅な改善を見込む。

## 経営陣・役員

取締役および監査役 12 名、女性比率 16.7%、社外比率 50.0%

### 上級経営陣の略歴

#### 大谷 祐介 - 代表取締役社長

1991 年 4 月に飯野海運株式会社へ入社後、営業部門、経営企画部門、不動産事業部門において要職を歴任。ガスキャリアグループリーダー、ドバイ駐在員事務所代表、経営企画部部長、兼事業開発推進部長などの主要ポジションを経て、2020 年 6 月に取締役に就任。2023 年 4 月より代表取締役社長に就任している。なお、他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 45,200 株保有している。

#### 保木 裕二 - 取締役 経営企画・財務・人事・DX 担当

1993 年 4 月に飯野海運株式会社へ入社後、経営企画、業務管理、広報・IR および内部監査の各部門において重要ポジションを歴任。2017 年に業務管理部長、2019 年に経営監査室長に就任。2023 年 6 月にはサステナビリティ、事業戦略、デジタルトランスフォーメーション(DX)を担当する執行役員に任命され、2024 年 6 月に取締役に選任された。2026 年には、飯野海運の財務部門を統括する役割を新たに担っている。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 14,200 株保有している。

#### 藤村 誠一 - 取締役 外航海運業・事業戦略担当

1988 年 6 月に飯野海運株式会社へ入社後、油槽船およびケミカル船部門の営業ならびにタンカー運航において要職を歴任。2003 年には Fairfield Chemical Carriers Inc.に出向し、その後、油槽船部門およびケミカル船部門の部門長を務めた。さらに、IINO SINGAPORE PTE. LTD.の取締役、次いで Managing Director に就任。2018 年に執行役員に就任し、2024 年 6 月に取締役に選任された。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 21,600 株保有している。

#### 鮎子田 修 - 取締役 不動産業担当

1991 年 4 月に飯野海運株式会社へ入社後、ケミカル船部門および経理部門において様々な要職を歴任。2016 年 6 月よりケミカル船第一部長、2019 年 6 月より経理部長に就任。2020 年 6 月には経理部担当執行役員に就任し、2023 年 6 月に取締役に選任された。2026 年には同社の不動産業を統括する立場へ異動している。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 21,000 株保有している。

## 取締役の略歴

### 三好 真理 - 社外取締役(独立役員)

1980 年に外務省へ入省後、在アイルランド特命全権大使、国際テロ対策・組織犯罪対策協力兼北極担当の特命全権大使などの要職を歴任。2021 年に外務省を退官し、同年 6 月に飯野海運株式会社の社外監査役に就任。2022 年 6 月に社外取締役に就任。現在は、(公財)国連大学協力会および学校法人津田塾大学の評議員を兼職し、同社株式を 3,000 株保有している。

### 野々村 智範 - 社外取締役(独立役員)

1981 年に住友セメント株式会社(現 住友大阪セメント株式会社)へ入社後、法務、企画、管理部門で管理職を歴任。その後、エスオーシー物流株式会社の代表取締役社長および取締役・相談役を務め、2023 年 6 月に退任。2023 年 6 月に飯野海運株式会社の社外取締役に就任し、現在に至る。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 1,300 株保有している。

### 高橋 静代 - 社外取締役(独立役員)

1984 年 4 月にチェース・マンハッタン銀行(現 JP モルガン・チェース銀行)東京支店に入る。その後、フューチャーシステムコンサルティング株式会社(現フューチャーアーキテクト株式会社)、株式会社ビジネスブレイン太田昭和などのコンサルティングおよび事業会社において要職を歴任。2017 年よりウェルネット株式会社の取締役を務め、現在は株式会社ベビーカレンダー(東証:7363)、株式会社シーイーシー(東証:9692)の社外取締役に兼務。2023 年 6 月に飯野海運株式会社の社外取締役に就任。同社株式を 1,300 株保有している。

### 姫野 毅 - 社外取締役(独立役員)

1987 年 4 月に旭化成工業株式会社(現 旭化成株式会社)に入社後、医薬品・医療製品開発分野でキャリアを築く。研究開発・品質保証分野における要職を歴任し、旭化成メディカル株式会社 代表取締役社長、旭化成株式会社 上席執行役員を務めた。2022 年より旭化成株式会社 顧問を兼任。2024 年 6 月に飯野海運株式会社の社外取締役に就任。同社株式を 800 株保有している。

## 監査役の略歴

### 橋村 義憲 - 常勤監査役

1989 年 4 月に旭硝子株式会社(現 AGC 株式会社)に入社。1992 年より中央新光監査法人にて会計・監査業務に従事。1996 年に公認会計士登録、2004 年に独立開業。2016 年 6 月に飯野海運株式会社の常勤監査役に就任し、現在に至る。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 10,100 株保有している。

### 清水 紀和 – 常勤監査役

1989 年 4 月に飯野海運株式会社へ入社後、飯野海運グループのイイノマネジメントデータ株式会社において要職を歴任。2023 年 6 月よりイイノマネジメントデータ株式会社の代表取締役社長に就任し、2025 年 6 月に飯野海運株式会社の監査役に選任。他の上場会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 5,400 株保有している。

### 福田 健吉 – 社外監査役

1983 年 4 月に日本開発銀行(現 株式会社日本政策投資銀行)に入行後、人事、総務、地域業務等の分野で執行役員・取締役を含む管理職を歴任。2021 年 6 月より新むつ小川原株式会社 代表取締役社長および株式会社リージョナルプラスウイングス社外取締役を務めている。2024 年 6 月に飯野海運株式会社の社外監査役に就任し、現在に至る。他の会社における取締役・社外役員等の兼職はなく、同社株式を 800 株保有している。

### 三宅 雄大 – 社外監査役

2006 年 10 月に弁護士登録後、同年より三宅法律事務所(現 三宅苅野法律事務所)に所属し、現在も弁護士業務に従事している。2018 年 6 月に飯野海運株式会社の補欠監査役に選任され、2024 年 6 月より社外監査役に就任。また、山洋電気株式会社(東証: 6516)の社外取締役も務めている。同社株式を 1,800 株保有している。

## その他の会社情報

### 問い合わせ先

#### 住所

〒100-0011

東京都千代田区内幸町二丁目 1 番 1 号

#### IR 連絡先

[ikk\\_ir@ex.iino.co.jp](mailto:ikk_ir@ex.iino.co.jp)

出所: 会社データ

### 株主情報(2026 年 3 月末現在)

| 大株主                                 | 持株比率<br>(%) |
|-------------------------------------|-------------|
| 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)             | 8.83        |
| 飯野海運取引先持株会                          | 6.03        |
| 東京海上日動火災保険株式会社                      | 3.98        |
| 株式会社みずほ銀行                           | 3.97        |
| ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー505018 | 3.24        |
| 株式会社竹中工務店                           | 3.16        |
| 三井住友信託銀行株式会社                        | 2.92        |
| 株式会社日本カストディ銀行(信託口)                  | 2.92        |
| 美須賀海運株式会社                           | 2.34        |
| ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー505223 | 2.20        |

出所: ファクトセット



## アストリス・クオンツシート

株価チャートとファクター分析(2016 年 8 月以降)



出所: ファクトセット

| ファクター                      | 2 年相関 | 5 年相関 | 10 年相関 |
|----------------------------|-------|-------|--------|
| モメンタム: 12 ヶ月 (直近1ヶ月 を差し引く) | 0.22  | 0.10  | 0.19   |
| クオリティ: FCF 利回り             | -0.14 | -0.13 | -0.06  |
| グロース: 営業利益成長率              | 0.10  | -0.11 | 0.03   |
| バリュー: 簿価時価比率               | -0.02 | 0.04  | 0.04   |

出所: ファクトセット

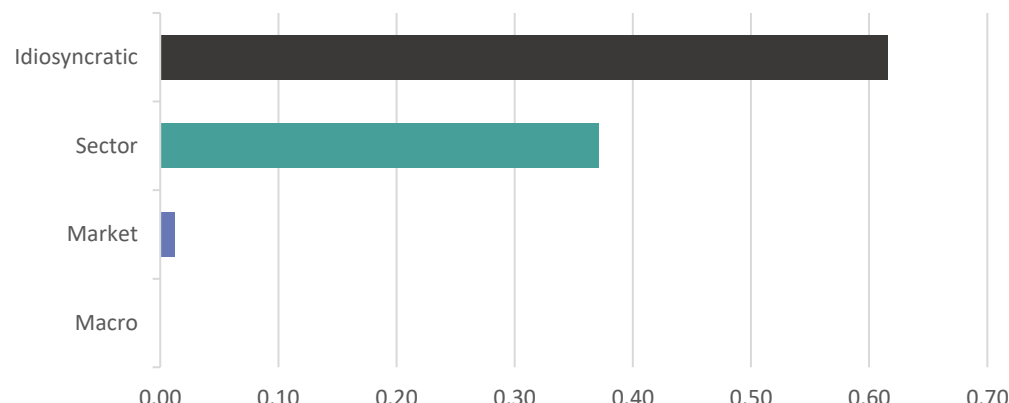
飯野海運はモメンタムファクターと全期間を通じて安定した相関を示しており、2 年相関の 0.22 が最も高い。クオリティ、グロース、バリューの各相関はいずれも小さく、同社の株価がこれらのファンダメンタル要因に強く左右されているわけではないことを示唆している。

### ファクターの計算方法と定義

|                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ユニバース                                                                                               |
| TOPIX500                                                                                            |
| ファクターリターン の計算方法                                                                                     |
| 四分位範囲分析: 1 カ月予測する各要素の上位四分位の平均パフォーマンスから下位四分位の平均パフォーマンスを差し引いて、ファクターリターンを求める。これを取り引コストを考慮せずに毎月繰り返して行う。 |
| ファクター                                                                                               |
| モメンタム                                                                                               |
| 1 カ月リターン                                                                                            |
| 12 カ月リターン                                                                                           |
| 直近 1 カ月を差し引く                                                                                        |
| クオリティ                                                                                               |
| FCF 利回り (予想)                                                                                        |
| グロース                                                                                                |
| 営業利益率 (予想)                                                                                          |
| バリュー                                                                                                |
| 簿価時価比率 (実績)                                                                                         |

出所: ファクトセット

### 株価パフォーマンスのドライバーと重回帰分析(2016 年 8 月以来)



出所: ファクトセット

飯野海運の株価は、株価変動の 35%以上を占めるセクターの動きに左右される。市場要因およびマクロ要因の影響は、これと比較すればごくわずかである。

### 重回帰分析の計算方法

#### 重回帰分析

すべてのドライバーを含めた回帰分析を行い、一度に 1 つのドライバーを除外しながら個別の回帰分析を行う。各ドライバーの特定の影響を定量化するために、部分決定係数 (partial R 二乗値) を計算。計算式は(すべてのドライバーを含む回帰分析の残差平方和 - 1 つのドライバーを除外した回帰分析の残差平方和) / 1 つのドライバーを除外した残差平方和。

出所: ファクトセット

### 重回帰分析の結果

| ファクター                     | 2 年相関 | 5 年相関 | 10 年相関 |
|---------------------------|-------|-------|--------|
| <b>市場</b>                 |       |       |        |
| 東証一部                      | 0.14  | 0.14  | 0.35   |
| TOPIX 海運業指数               | 0.23  | 0.49  | 0.56   |
| TOPIX 小型株指数               | 0.24  | 0.28  | 0.43   |
| MSCI Japan                | 0.10  | 0.10  | 0.32   |
| MSCI Japan Transportation | 0.37  | 0.35  | 0.38   |
| <b>マクロ</b>                |       |       |        |
| 10 年日本国債利回り               | -0.22 | -0.03 | -0.03  |
| 全国 CPI                    | 0.36  | 0.18  | 0.08   |
| 円/ドル                      | 0.12  | 0.11  | -0.05  |
| 鉱工業生産                     | -0.11 | -0.14 | 0.05   |
| 景気ウォッチャー調査先行き判断           | -0.27 | -0.02 | 0.09   |
| CRB BLS 全商品スポット指数         | -0.10 | 0.31  | 0.24   |
| ブレント原油 (米ドル/バレル)          | 0.32  | 0.17  | 0.23   |

出所: ファクトセット

飯野海運は TOPIX 海運業指数と 10 年相関 0.56 という強い相関を示しているが、同指数に占める同社のウェイトは 2%程度にすぎない。TOPIX 小型株指数および MSCI Japan Transportation とも有意な相関がみられ、後者は全期間を通じて 0.35~0.38 と安定している。マクロ要因のうち最も相関が高いのは CRB 全商品スポット指数の 5 年相関 0.31 であり、同社の景気循環的な性質を反映している。ブレント原油とは全期間を通じて緩やかな相関がみられる。

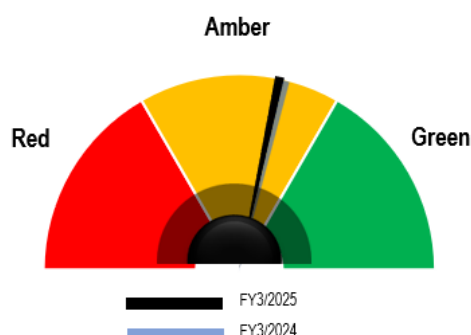
# アストリス・サステナビリティ ESG 評価

## 格付けとスコアカード

当社の評価モデルである「アストリス・サステナビリティ ESG」では、2025 年 3 月期の当社評価で飯野海運の総合スコアを 55.8%と評価し、「Amber」の上位に格付けしている。

同モデルでは、当社独自の手法\*により抽出した測定可能な ESG の中核的要因について、同社のパフォーマンスを時価総額 500 億～5,000 億円の運輸 (Transportation) セクター (GICS 分類に基づく) の同業他社合計 30 社と比較してランクづけしている。

### アストリス・サステナビリティ ESG モデルによる飯野海運の格付け



出所: アストリス・アドバイザー (\*注: 社内格付け制度の詳細については、アストリスのコーポレートアドバイザーまでお問い合わせください)

### ESG スコアカード

|                              | FY3/24 | FY3/25 |
|------------------------------|--------|--------|
| 環境 (同業他社グループから抽出した 10 要因)    |        |        |
| アストリス環境スコア                   | 69.8   | 69.8   |
| 社会 (同業他社グループから抽出した 12 要因)    |        |        |
| アストリス社会スコア                   | 71.0   | 70.3   |
| ガバナンス (同業他社グループから抽出した 37 要因) |        |        |
| アストリス・ガバナンススコア               | 49.5   | 47.4   |
| 総合スコア (合計 59 要因)             | 57.3   | 55.8   |

出所: 会社、ファクトセット、アストリスアドバイザー

この評価手法では以下の点を重視している。

### 環境

環境関連では、飯野海運は温室効果ガス (GHG) 排出量、水消費量、廃棄物発生量に関する広範なデータを含め、非常に優れた水準の情報開示を行っている。改善の余地は常にあるものの、同社は自社の環境影響を明確に認識しており、2050 年までのネット・ゼロ・エミッション達成にコミットしている。

### 社会

輸送サービスと商業用不動産の提供という同社のコア事業は、より広範な社会的価値の向上に貢献する。同社の ESG 報告は、男女間のダイバーシティと従業員のウェルビーイングに特に重点を置いており、社内の社会的サステナビリティに注力していることがうか

がえる。より広範な一連の指標にわたって開示を拡大する余地はあるものの、現在の取り組みは、主要な社会問題への有意義なコミットメントを示している。

## ガバナンス

飯野海運のコーポレートガバナンス体制は以下の通り。

- **取締役会** – 現在、取締役会は代表取締役社長 大谷祐介氏を筆頭に、取締役 8 名で構成されている。その内訳は、社内取締役(経営執行メンバー)4 名および社外取締役 4 名である。
- **監査役会** – 常勤監査役 2 名および社外・非常勤監査役 2 名により構成される。各監査役は年度計画に基づいて監査業務を遂行し、監査内容および結果については、原則毎月開催される監査役会において報告が行われる。
- **指名・報酬諮問委員会** – 社外取締役 3 名(うち 1 名が委員長を務める)、代表取締役社長、社内取締役 1 名の計 5 名で構成される。主な職責は以下の通りである。
  - 取締役候補の選任と指名、および人事政策の提案
  - 役員報酬制度に関する方針の提案
  - 役員報酬総額の基準(算定方法を含む)の提案
  - 個別役員報酬の基準(算定方法を含む)の提案
  - 代表取締役社長が要請したその他の事項

## 論争

飯野海運とその株主に、財務上または評判上の重大な影響を及ぼす可能性のある重大な論争は見当たらない。

# 投資家とのディスカッションポイント

## 主要トピック

機関投資家との意見交換において以下が重要な分野になると考えている。

### 2027 年 3 月期～2031 年 3 月期 中期経営計画

#### 資本効率と財務目標

- 中期経営計画では 2031 年 3 月期の ROIC 目標を 5.0%と、2026 年 3 月期の 6.0%から低下する水準に設定する一方、ROE 目標は 10.0%への上昇を掲げている。ROIC が低下する要因は何か。また、ROE の改善を牽引する要因は何か。
- 前中期経営計画では、上限 1.50 倍に対し D/E レシオの平均は 0.88 倍にとどまった。新たな目標レンジである 1.30～1.80 倍の達成に自信を持てる根拠として、現計画では何が異なるのか。

#### 設備投資と船価インフレ

- 新造船価が高止まりし、さらに上昇傾向にあるなか、2,000 億円の設備投資計画にはどのような影響が及ぶのか。
- VLGC、ドライバルク船、タンカーのいずれにおいても新造船発注残が過去最高水準にある。リードタイムの長期化という課題にどう対応する方針か。また、2031 年 3 月期の目標に影響は生じるのか。
- 船価の上昇が続いた場合、船隊の拡充と設備投資予算の制約とをどのように両立させるのか。設備投資予算を積み増すのか、それとも隻数を絞るのか。

#### 資本配分

- 400 億円の戦略投資枠では、どのような案件が想定されるのか。パイプラインに具体的な案件はあるのか。また、どの程度のリターン・ハードルを設定しているのか。
- 近年、中堅の独立系海運会社の再編が国際的に進んでいる。飯野海運は、競合他社そのもの、あるいはその船隊の相当部分を取得することを検討する可能性はあるのか。

#### 2031 年 3 月期以降

- 2032 年 3 月期～2036 年 3 月期は「飛躍期間」と位置づけられている。2031 年 3 月期までにどのような基盤を構築することで飛躍的成長につなげる計画か。また、同期間に成長が加速すると見込むのか、その理由は何か。

## 海運業

- 海外の中堅船主は単一セグメントへの特化を進めてきた。既存船隊を踏まえたとき、飯野海運が事業領域を絞り込むことに合理性はあるのか。あるとすれば、どの領域に集中すべきか。
- 新造船コストの上昇を踏まえ、海運会社が妥当な ROIC を確保するための運賃引き上げに対し、顧客はどの程度受容的なのか。

J-GAAP に基づく要約財務諸表

| 損益計算書<br>(10 億円)      | 期<br>3/25    | 期<br>3/26    | 期<br>3/27E   | 期<br>3/28E   | 期<br>3/29E   |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高                   | 141.87       | 127.30       | 135.86       | 141.51       | 150.27       |
| 売上原価                  | (113.3<br>4) | (103.4<br>6) | (113.0<br>7) | (115.4<br>3) | (122.0<br>4) |
| 売上総利益                 | 28.53        | 23.83        | 22.79        | 26.08        | 28.23        |
| 売上総利益率(%)             | 20.1         | 18.7         | 16.8         | 18.4         | 18.8         |
| 営業利益                  | 17.10        | 13.44        | 11.92        | 14.76        | 16.21        |
| 営業利益率(%)              | 12.1         | 10.6         | 8.8          | 10.4         | 10.8         |
| 営業外収益                 | 2.73         | 5.39         | 0.90         | 4.50         | 5.00         |
| 営業外費用                 | (2.46)       | (1.94)       | (3.15)       | (3.57)       | (3.91)       |
| 税引前当期純利益              | 20.00        | 18.01        | 15.67        | 15.68        | 17.30        |
| 法人税等                  | (1.63)       | (2.65)       | (1.60)       | (0.78)       | (0.86)       |
| 実効税率(%)               | 9.4          | 15.7         | 16.5         | 5.0          | 5.0          |
| 当期純利益                 | 18.38        | 15.36        | 14.07        | 14.90        | 16.43        |
| 非支配株主に帰属する<br>当期純利益   | 0.01         | (0.03)       | (0.03)       | (0.03)       | (0.04)       |
| 親会社株主に帰属する<br>当期純利益   | 18.37        | 15.39        | 14.11        | 14.93        | 16.47        |
| 売上高前年比伸び率<br>(%)      | +2.8         | -10.3        | +6.7         | +4.2         | +6.2         |
| 営業利益前年比伸び率<br>(%)     | -10.3        | -21.4        | -11.3        | +23.8        | +9.8         |
| 税引前当期純利益前年<br>比伸び率(%) | -5.3         | -10.0        | -13.0        | +0.1         | +10.3        |
| 純利益前年比伸び率(%)          | -7.0         | -16.2        | -8.3         | +5.9         | +10.3        |

| 貸借対照表<br>(10 億円) | 期<br>3/25 | 期<br>3/26 | 期<br>3/27E | 期<br>3/28E | 期<br>3/29E |
|------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 現金・預金            | 11.63     | 14.08     | 18.95      | 23.23      | 24.87      |
| 商品               | 4.49      | 6.32      | 5.39       | 5.62       | 5.97       |
| 売掛金              | 12.36     | 10.38     | 12.66      | 13.19      | 14.01      |
| その他              | 12.67     | 10.48     | 10.38      | 10.81      | 11.48      |
| 流動資産             | 41.14     | 41.26     | 47.39      | 52.86      | 56.33      |
| 有形固定資産           | 225.06    | 255.52    | 280.92     | 305.35     | 328.82     |
| 無形固定資産           | 3.66      | 3.90      | 3.87       | 3.85       | 3.82       |
| 投資等              | 36.57     | 46.00     | 46.00      | 46.00      | 46.00      |
| その他              | -         | 0.00      | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 固定資産             | 265.29    | 305.42    | 330.79     | 355.20     | 378.64     |
| 資産合計             | 306.43    | 346.69    | 378.18     | 408.05     | 434.97     |
| 短期借入金            | 48.58     | 25.52     | 25.52      | 25.52      | 25.52      |
| 買掛金              | 8.94      | 12.14     | 9.88       | 10.08      | 10.66      |
| その他              | 9.83      | 11.14     | 14.20      | 14.50      | 15.33      |
| 流動負債             | 67.34     | 48.79     | 49.59      | 50.10      | 51.50      |
| 長期借入金            | 72.08     | 116.20    | 136.20     | 161.20     | 181.20     |
| その他長期負債          | 21.37     | 23.40     | 23.40      | 23.40      | 23.40      |
| 長期負債             | 93.45     | 139.61    | 159.61     | 184.61     | 204.61     |
| 株主資本             | 145.51    | 158.22    | 168.91     | 173.28     | 178.78     |
| 新株予約権            | -         | -         | -          | -          | -          |
| 非支配株主持分          | 0.14      | 0.07      | 0.07       | 0.07       | 0.08       |
| 純資産              | 145.65    | 158.29    | 168.98     | 173.35     | 178.86     |
| 負債・純資産合計         | 306.43    | 346.69    | 378.18     | 408.05     | 434.97     |

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー(予想)

| キャッシュフロー計算書<br>(10 億円)    | 期<br>3/25 | 期<br>3/26 | 期<br>3/27E | 期<br>3/28E | 期<br>3/29E |
|---------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 税引前当期純利益                  | 20.00     | 18.01     | 15.67      | 15.68      | 17.30      |
| 減価償却費                     | 14.12     | 13.54     | 14.60      | 15.57      | 16.53      |
| 運転資金の増減                   | 1.90      | 5.05      | 1.00       | (0.68)     | (0.43)     |
| その他の非現金項目                 | (2.99)    | (4.41)    | -          | -          | -          |
| 法人税等支払額                   | (2.30)    | (2.33)    | (1.60)     | (0.78)     | (0.86)     |
| 営業活動によるキャッシュフロー           | 30.73     | 29.86     | 29.68      | 29.79      | 32.53      |
| 設備投資                      | (31.11)   | (41.22)   | (40.00)    | (40.00)    | (40.00)    |
| 投資有価証券                    | (0.17)    | (0.02)    | -          | (5.00)     | (5.00)     |
| その他の投資活動によるキャッシ<br>ュフロー   | 0.50      | (0.87)    | 0.35       | (0.01)     | 0.17       |
| 投資活動によるキャッシュフロー           | (30.79)   | (42.12)   | (39.65)    | (45.01)    | (44.83)    |
| 配当金支払額                    | (5.92)    | (6.02)    | (5.61)     | (5.82)     | (6.45)     |
| 社債発行による収入(償還による<br>支出)    | 1.57      | 21.11     | 20.00      | 25.00      | 20.00      |
| 株式発行による収入(自社株買い<br>による支出) | (0.00)    | (0.00)    | -          | -          | -          |
| その他                       | (3.98)    | (0.77)    | -          | -          | -          |
| 財務活動によるキャッシュフロー           | (8.33)    | 14.31     | 14.39      | 19.18      | 13.55      |
| 為替影響                      | 0.12      | 0.41      | 0.44       | 0.32       | 0.38       |
| ネットキャッシュフロー               | (8.26)    | 2.46      | 4.87       | 4.28       | 1.64       |

|                   |        |         |         |         |        |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| フリーキャッシュフロー (FCF) | (0.38) | (11.37) | (10.32) | (10.21) | (7.47) |
| EBITDA            | 33.36  | 30.82   | 26.52   | 34.32   | 37.24  |
| EBITDA 利益率(%)     | 23.5   | 24.2    | 19.5    | 24.3    | 24.8   |
| FCF マージン(%)       | -0.3   | -8.9    | -7.6    | -7.2    | -5.0   |
| FCF コンバージョン(%)    | N/A    | N/A     | N/A     | N/A     | N/A    |
| 設備投資/売上高(%)       | 21.9   | 32.4    | 29.4    | 28.3    | 26.6   |
| 設備投資/減価償却(%)      | 220.4  | 304.4   | 273.9   | 257.0   | 242.0  |
| 営業 CF マージン(%)     | 21.7   | 23.5    | 21.8    | 21.0    | 21.7   |

| 主要指標                    | 期<br>3/25 | 期<br>3/26 | 期<br>3/27E | 期<br>3/28E | 期<br>3/29E |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 収益性                     |           |           |            |            |            |
| 売上総利益率(%)               | 20.1      | 18.7      | 16.8       | 18.4       | 18.8       |
| 営業利益率(%)                | 12.1      | 10.6      | 8.8        | 10.4       | 10.8       |
| 当期純利益率(%)               | 12.9      | 12.1      | 10.4       | 10.6       | 11.0       |
| ROA(%)                  | 6.1       | 4.7       | 4.1        | 3.8        | 3.9        |
| ROE(%)                  | 13.2      | 10.1      | 9.0        | 8.7        | 9.4        |
| ROCE(%)                 | 7.2       | 4.5       | 3.6        | 4.1        | 4.2        |
| ROIC(%)                 | 6.7       | 5.1       | 3.2        | 5.2        | 5.3        |
| 流動性                     |           |           |            |            |            |
| 流動比率(倍)                 | 0.6       | 0.8       | 1.0        | 1.1        | 1.1        |
| クイック比率 (倍)              | 0.5       | 0.7       | 0.8        | 0.9        | 1.0        |
| 負債比率                    |           |           |            |            |            |
| D/E レシオ(倍)              | 0.8       | 0.9       | 1.0        | 1.1        | 1.2        |
| ネット D/E レシオ(倍)          | 0.7       | 0.8       | 0.8        | 0.9        | 1.0        |
| 自己資本比率(倍)               | 0.5       | 0.5       | 0.4        | 0.4        | 0.4        |
| インタレスト・カバレッ<br>ジ・レシオ(倍) | 13.9      | 8.7       | 4.3        | 4.6        | 4.6        |
| ネットデット/EBITDA (倍)       | 3.3       | 4.1       | 5.4        | 4.8        | 4.9        |
| バリュエーション                |           |           |            |            |            |
| EPS(公表値) (円)            | 173.6     | 145.5     | 133.3      | 141.1      | 155.6      |
| PER(倍)                  | 10.1      | 12.1      | 13.2       | 12.5       | 11.3       |
| 希薄化後 PER(倍)             | 10.1      | 12.1      | 13.2       | 12.5       | 11.3       |
| DPS (円)                 | 58.0      | 59.0      | 53.0       | 55.0       | 61.0       |
| 配当性向(%)                 | 33.4      | 40.6      | 39.8       | 39.0       | 39.2       |
| 配当利回り(%)                | 3.3       | 3.4       | 3.0        | 3.1        | 3.5        |
| 株主総収益率(%)               | 3.3       | 3.4       | 3.0        | 3.1        | 3.5        |
| FCF 利回り (%)             | N/A       | N/A       | N/A        | N/A        | N/A        |
| 希薄化後 FCF 利回り(%)         | N/A       | N/A       | N/A        | N/A        | N/A        |
| PBR(倍)                  | 1.3       | 1.2       | 1.1        | 1.1        | 1.0        |
| EV/売上高倍率(倍)             | 2.2       | 2.5       | 2.3        | 2.2        | 2.1        |
| EV/EBITDA 倍率(倍)         | 9.4       | 10.2      | 11.9       | 9.2        | 8.5        |
| EV/EBIT 倍率(倍)           | 18.4      | 23.4      | 26.4       | 21.3       | 19.4       |
| EV/FCF 倍率(倍)            | N/A       | N/A       | N/A        | N/A        | N/A        |



## 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、独自検証は行っており、その正確性や完全性について保証、表明または確約をするものではありません。本レポートは、当該企業について言及すべき全事項を記載したものではなく、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 2026 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止