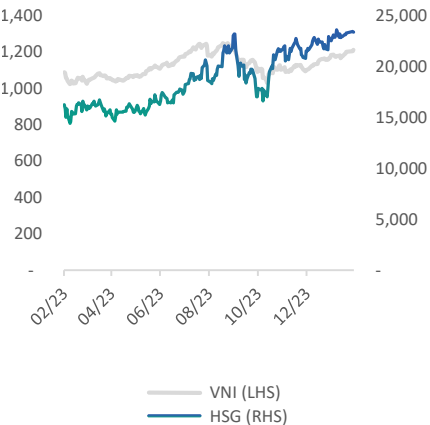


推奨	買い	ホアセングループ株式会社(HSX: HSG) 前向きな見通し			
現値	20,400	レポート作成日:	11/05/2024	株主構成	
前理論価格	28,350	流行中株数(100 万)	598	LE PHUOC VU	17%
新理論価格	28,350	時価総額(10 億ドン)	12,556	TRAN NGOC CHU	0.3%
配当率		過去 10 日間平均売買高	13,844,590	TRAN QUOC TRI	0.2%
上昇率	38%	外国人投資家保有率	20%	EATON VANCE CORP	0.2%

分析者:
Phạm Quang Minh
(港湾業、建設用材料業)

評価
BSC は P/B 方法を基づく、HSG 株の 2024 年理論価格を 2024 年 5 月 11 日の終値比 38%増の 2 万 8,350VND／株と評価し、HSG の投資評価を「買い」としております。

株価の推移



3 月末の時点で下落した後、HSG は 19,200～20,500VND／株まで下落した。BSC は(1)鉄鋼業の最悪の時期が終わった、(2)HSG が優れた在庫管理戦略を持っており、亜鉛メッキ鉄板業で最大の市場シェアを持っているという要素を基づく、HSG 株を購入する適切な時期であると考えております。

投資観点

- 2025 年少数株主利益等控除利益は酷な販売量の増加と HRC 価格の上昇ということのおかげで 1 兆 4,000 億～1 兆 5,000 億ドンまで回復するだろう。鉄鋼市場の回復兆しは(1)4 月の鉄鋼販売量が前月比 30～35%増となった、(2)下落幅が縮小しており、2023 年 10 月の底値より高い水準を維持しているということだ。
- 2024 年の P/Bfwd は 1.05xである。

業績予測

2024 年には、BSC は HSG の売上高を前年比 5%増の 33 兆 3,340 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 3,192%増の 7,560 億ドン、EPS を 1,265VND／株、P/E を 16.2、P/B を 1.0xと予測しております。

- 販売量は前年比 10%増の 155 万tである。
- 平均販売価格は前年比 3%減の 2 万 1,820VND／株である。
- 売上総利益率は 12.1%である。

指数	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	6.1	30.2	550.2	16.2
PB (x)	1.9	0.7	1.2	1.1
PS (x)	0.1	0.2	0.4	0.4
ROE (%)	39.8%	2.3%	0.2%	6.5%
ROA (%)	16.2%	1.5%	0.1%	4.5%

業績	2021	2022	2023	2024F
売上高	48,727	49,711	31,651	33,334
売上総利益	8,873	4,939	3,028	4,028
税引後利益成長率	4,313	251	23	756
EPS	8,741	420	38	1,265
EPS 成長率	237%	-95%	-91%	3192%

I. 2024 年第 2 四半期業績のアップデート

2024 年第 2 四半期業績のアップデート

業績	Q2.2023	Q2.2024	% QoQ	% YoY	1H.2023	1H.2024	% YoY	評価
収入	7,082	9,481	3%	34%	15,024	18,731	25%	2023 年～2024 年度第 2 四半期には、HSG の収入と少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年同期比 34%増の 9 兆 4,810 億ドン、同 27%増の 3,190 億ドンだった。 1. 販売量は前年同期比 51%増となった。そのうち、国内販売量は同 8 % 増となった。輸出量は同 109%増となった。 2. 販売価格は前年同期比 12%減となった。 3. 売上総利益率は前年同期比-1%ポイント減となった。引当金戻入益の 4,660 億ドンを除くと、売上総利益率は同+5%ポイント増となった。 3. 財務費用は前年同期比 43%減となり、そのうち、借入コストは同-50%減となった。 3. 金融活動事業の収入は前年同期比+89%増となった。 それによると、少数株主利益等控除利益は前年同期比+27%増となった。増収は(1)消費量が輸出量の増加で増加したことで、売上総利益率が上昇した、(2)為替差益 1,340 億 VND を計上した、(3)借入コストの削減ということから由来した。 2023 年～2024 年度第 2 四半期の少数株主利益等控除利益は前四半期比+209%増となった。原因は以下の通りだ。 (1) 売上総利益率は前年同期比+2%ポイント増となった。 (2) 金融活動事業の収入は前四半期比+217%増となった。
差し引き	(101)	(233)	32%	131%	(125)	(410)	226%	
売上高	6,981	9,248	2%	32%	14,898	18,321	23%	
売上原価	(6,077)	(8,131)	0%	34%	(13,835)	(16,255)	17%	
売上総利益	904	1,117	18%	24%	1,064	2,067	94%	
金融活動事業による収入	73	139	217%	89%	105	182	73%	
財務費用	(75)	(43)	-14%	-43%	(188)	(92)	-51%	
そのうち:借入コスト	(57)	(29)	14%	-50%	(105)	(54)	-48%	
連結会社からの利益	-	-	-	-	-	-	-	
販売費用	(536)	(800)	9%	49%	(1,204)	(1,535)	27%	
管理費用	(100)	(113)	9%	13%	(199)	(218)	9%	
経営活動事業からの収益	267	300	186%	12%	(423)	404	-196%	
他の収入	31	(1)	-110%	-104%	53	9	-82%	
税引前利益	298	313	172%	5%	(370)	428	-216%	
法税	(47)	32	-369%	-168%	(60)	20	-134%	
税引後利益	251	319	209%	27%	(430)	422	-198%	
少数株主持分	0	0	56%	8%	0	0	18%	
少数株主税引後利益	251	319	209%	27%	(430)	422	-198%	
販売量(t)	294,511	446,085	-0.7%	51%	634,482	895,165	41%	
国内販売量	166,859	179,734	-27%	8%	367,907	425,311	16%	
輸出量	127,652	266,351	31%	109%	266,575	469,854	76%	
販売価格(VND/kg)	24,046	21,255	3%	-12%	23,679	20,925	-12%	
国内販売価格(推定)	26,089	24,046	4%	-8%	26,060	23,508	-10%	
輸出価格(推定)	20,585	18,495	11%	-10%	19,922	17,715	-11%	
売上総利益/1 キロ*	1,486	3,342	23%	125%	884	3,029	243%	
割引比率	1.4%	2.5%	1%	1%	0.0%	0.0%	0.0%	
売上総利益率	12.9%	12.1%	1.6%	-1%	7%	11.3%	4.1%	
純利益率	3.5%	3.4%	2%	0%	-2.9%	2.3%	5.1%	

ノート *BSC が割引費用を除外した

ソース:財務諸表

BSC の評価:

- 2023 年～2024 年度第 2 四半期の少数株主利益等控除利益が前年同期より高かったのは HSG が為替差益 1,340 億 VND を計上したことから由来した。
- 売上総利益率の上昇傾向は BSC の予想の通りだ。しかし、売上総利益率は BSC の予想より 0.3～0.4%低かった。そのために、BSC は少数株主利益等控除利益の予想を維持しております。
- 第 3 四半期の少数株主利益等控除利益は 1,500 億～1,800 億 VND を達すと予測されております。

II. 投資観点-国内市場からの回復兆し

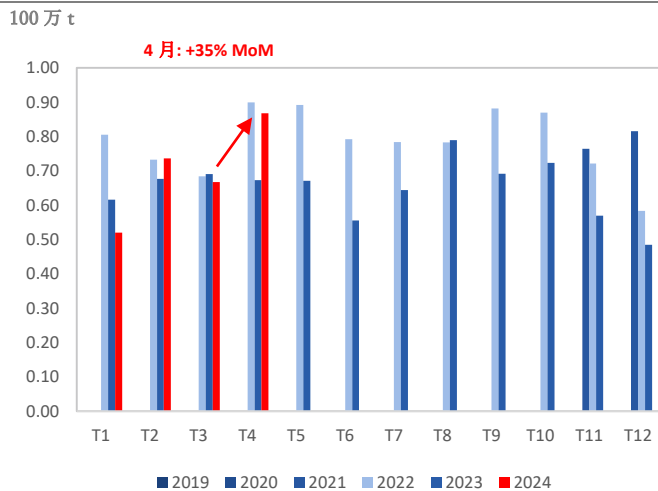
BSC は HSG 株の 2024 年理論価格を 2024 年 5 月 11 日の終値比 38%増の 2 万 8,350VND／株と評価し、HSG の投資評価を「買い」としております。

1. BSC は HSG の 2025 年少数株主利益等控除利益が国内販売量の増加と HRC 鉄鋼価格の前向きな動きのおかげで、普通な水準である年間 1 兆 4,330 億 VND まで徐々に回復するという観点を維持しております。

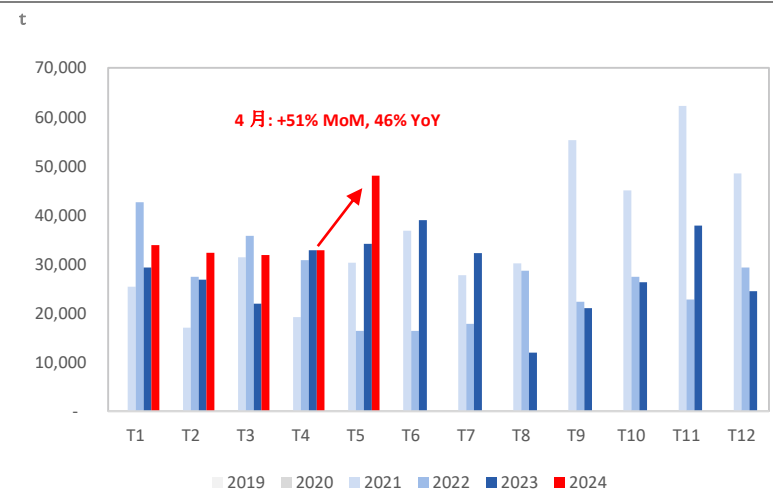
BSC は 2024 年下半年～2025 年の期間に鉄鋼販売量が不動産市場の戻りのおかげで回復すると評価を維持しております。2024 年 4 月には、鉄鋼業は回復兆しを見せている。

- 4 月の国内鉄鋼販売量は増加した。具体的には、BSC は北部での 4 月国内鉄鋼販売量が前月比 30%～35%増となり、前年同期比 40%以上増となったと予想しております。

北部での 4 月国内建設用鉄鋼販売量は前月比 +35%増となった。



4 月には亜鉛メッキ鉄板と鉄鋼管の販売量は前月比 51%増となり、前年同期比 46%増となった。

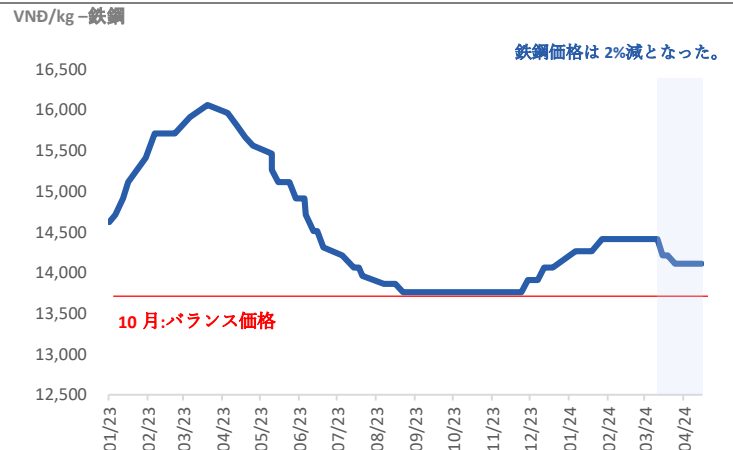


- 2 月～4 月の期間におけるベトナム鉄鋼価格の下落率が狭くなり、2023 年 10 月の最低値より高くなっているのは代理店の購買力が戻っていると示している。

2024 年 4 月の中国鉄鋼販売価格の推移



2024 年 4 月のベトナム鉄鋼販売価格の推移



ソース: BSC Research

⇒ そのために、BSC は 2024 年下半年～2025 年の期間に鉄鋼販売量が不動産市場の戻りのおかげで回復すると評価を維持しております。BSC は HSG の 2024 年鉄鋼販売量が前年比 10%増加するという予想を維持しております。

BSC は 2024 年下半年～2025 年の期間に鉄鋼販売量が不動産市場の戻りのおかげで回復すると評価を維持しております。2024 年 4 月初の時点では、鉄鋼販売価格は 2023 年 10 月と 11 月の底値に迫った。以前レポートには、BSC は HRC 価格の 530～560 ドル/t が供需のバランス圏であると述べた。そのために、BSC は鉄鋼価格が引き続き下落する可能性が低いと考えております。そのために、BSC は国内鉄鋼市場と中国市場の回復のおかげで、鉄鋼販売価格が 2024 年下半年に上昇すると期待しております。

中国の HRC 販売価格の推移

USD/t



ソース: BSC Research

BSC は売上総利益率が (1) 売上総利益率が高い国内販売事業の寄与率を増加する、(2) 鉄鋼販売価格の上昇傾向という要素を基づく、今後普通なレベルまで回復すると観点を維持しております。国内鉄鋼販売事業の売上総利益率が 18～20% の周りであるし、鉄鋼輸出事業の売上総利益率が 8～9% の周りであるということに基づき、BSC は普通な期間には、HSG の売上総利益率が 13.2～15.7% の周りに維持することができると考えております。

そのために、BSC は HSG の 2025 年コア事業の少数株主利益等控除利益は 1 兆 4,000 億～1 兆 5,000 億 VND まで回復すると期待しております。

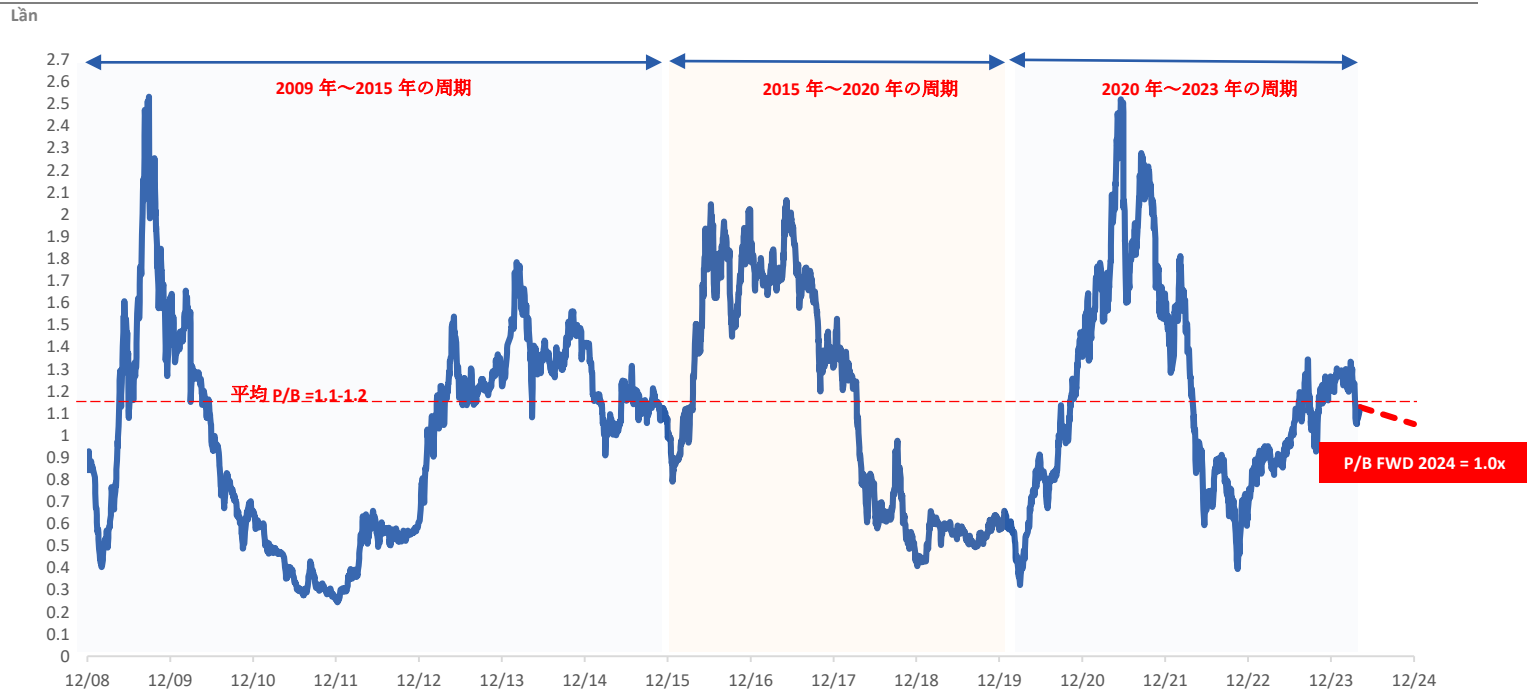
2024 年の P/B FWD は 1.0x である。

2. 株価は 2024 年 3 月に急落した後、2024 年の PBfwd は 1.05 x である。BSC は今が大きな国内市場シェアを持っている企業に投資するための適切な時期であるという観点を維持しております。

HSG の株価は 2024 年 3 月に急落した後、19,000～20,500 VND/株まで下落し、2024 年 P/Bfwd が 1.05x である。BSC は今が HSG 株を購入するための適切な時期であると観点を維持しております。

- 1) 鉄鋼業の最悪の時期が終わった。
- 2) HSG が優れた在庫管理戦略を持っている。
- 3) 亜鉛メッキ鉄板業で最大の市場シェアを持っている。

HSG の 2024 年 P/B FWD は 1.05x である。



ソース: BSC Research の予測

III. 業績予測

2024 年には、BSC は HSG の売上高を前年比 5%増の 33 兆 3,340 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 3,192%増の 7,560 億ドン、EPS を 1,265VND/株、P/E を 16.2、P/B を 1.0xと予測しております。

- 販売量は前年比 10%増の 155 万tである。
- 平均販売価格は前年比 3%減の 2 万 1,820VND/株である。
- 売上総利益率は 12.1%である。

2024 年業績予測

	2021	2022	2023	2024F	%YoY 2023	% YoY 2024	2024F	% 変動率
仮定								
販売量	2,286,861	1,787,694	1,406,939	1,547,633			1,547,633	0%
前年比 (%)	41%	-22%	-21%	10%			10%	
- 国内市場	1,007,627	913,100	769,597	942,158			942,158	
前年比 (%)	9%	-9%	-16%	22%			22%	
- 輸出市場	1,279,234	874,594	637,342	605,475			605,475	
前年比 (%)	84%	-32%	-27%	-5%			-5%	
販売価格	21,307	27,807	22,496	21,821			21,821	0%
前年比 (%)	26%	31%	-19%	-3%			-3%	
売上総利益率	18.2%	9.9%	9.6%	12.1%			12.1%	0%
売上高	48,727	49,711	31,651	33,334	-36%	5%	33,334	0%
売上原価	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(29,306)	-36%	2%	(29,294)	0%
売上総利益	8,873	4,939	3,028	4,028	-39%	33%	4,040	0%
販売費用	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,500)	-35%	1%	(2,500)	0%
管理費用	(426)	(522)	(390)	(440)	-25%	13%	(440)	0%
経営活動事業からの収益	5,103	584	161	1,088	-72%	576%	1,100	-1%
金融活動事業による収入	366	267	233	292	-13%	25%	238	23%
財務費用	(552)	(521)	(314)	(502)	-40%	60%	(502)	0%
そのうち:借入コスト	(355)	(260)	(195)	(251)	-25%	28%	(251)	0%
連結会社からの利益	-	-	-	-			-	
他の損益	(2)	51	66	72	28%	9%	72	
税引前利益	4,915	381	146	950	-62%	550%	908	5%
法税	(602)	(130)	(123)	(194)	-5%	57%	(185)	5%
税引後利益	4,313	251	23	756	-91%	3200%	723	5%
少数株主持分	(0)	(0)	0	0	-357%	0%	0	
少数株主税引後利益	4,313	251	23	756	-91%	3192%	723	5%

ソース: BSC Research の予測

IV. 評価と推奨

BSC は P/B 方法を基づく、HSG 株の 2024 年理論価格を 2024 年 5 月 11 日の終値比 38%増の 2 万 8,350VND／株と評価し、HSG の投資評価を「買い」としております。

- 2025 年少数株主利益等控除利益は酷な販売量の増加と HRC 価格の上昇ということのおかげで 1 兆 4,000 億～1 兆 5,000 億ドンまで回復するだろう。鉄鋼市場の回復兆しは(1)4 月の鉄鋼販売量が前月比 30～35%増となった、(2)下落幅が縮小しており、2023 年 10 月の底値より高い水準を維持しているということだ。
- 2024 年の P/Bfwd は 1.05xである。

HSG の評価

方法	
PB 方法 – 普通な期間 – BSC が 2025 年に以下の通りに期待しております。	
普通な期間に利益	1,400–1,500
簿価 FW 2024	19,413
簿価 FW 2025	21,809
目標 P/B	1.3x
普通な期間に 2025 年の HSG の株価 (VND/株)	28,350

ソース: BSC Research

BSC の推奨履歴

VND/株



ソース: BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2021	2022F	2023	2024F
売上高	48,727	49,711	31,651	33,334
売上原価	(39,853)	(44,772)	(28,623)	(29,306)
売上総利益	8,873	4,939	3,028	4,028
販売費用	(3,344)	(3,833)	(2,477)	(2,500)
企業管理費用	(426)	(522)	(390)	(440)
営業利益／損失	5,103	584	161	1,088
金融活動収益	366	267	233	292
金融活動費用	(552)	(521)	(314)	(502)
借入費用	(355)	(260)	(195)	(251)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	(2)	51	66	72
税引前利益	4,915	381	146	950
法人税額	(602)	(130)	(123)	(194)
税引後利益	4,313	251	23	756
少数株主持分	(0)	(0)	0	0
少数株主利益等控除利益	4,313	251	23	756
EPS	8,741	420	38	1,265

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022F	2023	2024F
現金及び現金相当	516	339	715	1,468
短期未収金	4,535	1,452	1,927	2,067
棚卸資産	12,356	7,395	5,793	6,751
他流動資産	1,250	649	649	649
流動資産	18,658	9,835	9,084	10,935
流動資産	6,443	5,755	5,063	4,419
長期未収金	219	204	190	175
固定資産	-	-	-	-
原価償却	660	604	569	564
投資資産	21	17	17	17
原価償却	619	611	620	629
建設中長期資産	7,963	7,190	6,458	5,803
長期投資	26,620	17,025	15,542	16,738
他の長期資産	4,294	1,040	1,412	1,606
長期資産	5,437	4,070	2,249	2,521
総資産	4,644	899	912	926
買掛金	14,374	6,009	4,572	5,052
短期借入	1,399	117	47	-
短期借入総額	15	16	16	16
長期借入	1,414	133	63	16
他の長期借入	15,788	6,142	4,636	5,069
出資金	4,935	5,981	5,981	5,981
株式会社化による資本剰余金	157	157	157	157
未処分利益	5,633	4,542	4,565	5,321
他の株主資本	91	187	187	187
少数株主持分	17	16	16	16
株主資本	10,832	10,884	10,906	11,663
総資本	26,620	17,025	15,542	16,731
流行中株数(100 万株)	493	598	598	598

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022F	2023	2024F
税引後利益	4,915	381	146	950
原価償却及び割当て	1,582	1,897	1,607	1,587
流動資本変更	(5,001)	567	1,185	(1,335)
営業活動からキャッシュフロー	1,496	2,845	2,938	1,201
固定資産購入額	(477)	(463)	(670)	(674)
他の投資	181	55	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(296)	(408)	(670)	(674)
配当金	(0)	(0)	-	-
借入から金額	(1,291)	(2,699)	(1,891)	225
他の未収金	7	49	-	-
金融活動からキャッシュフロー	(1,285)	(2,651)	(1,891)	225
初期キャッシュフロー	575	493	330	707
中期キャッシュフロー	(84)	(215)	377	752
最後期キャッシュフロー	491	278	707	1,459

指数(%)	2021	2022F	2023	2024F
支払能力				
流動比率	1.30	1.64	1.99	2.16
当座比率	0.44	0.41	0.72	0.83
資本構成				
負債比率/総資産	59%	36%	30%	30%
負債比率/株主資本	146%	56%	43%	43%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	83	84	83	93
売掛金回収期間	23	20	21	21
買掛金回収期間	26	22	18	20
現金回転期間	80	78	79	79
利益性				
売上総利益率	18%	10%	10%	12%
税引後利益率	9%	1%	0%	2%
ROE	40%	2%	0%	6%
ROA	16%	1%	0%	5%
成長率(前年同期比)				
売上高	77%	2%	-36%	5%
税引後利益	162%	-89%	-72%	576%
税引前利益	257%	-92%	-62%	550%
EPS	237%	-95%	-91%	3207%
簿価(VND/株)	21,950	18,198	18,236	19,501

ソース: BSC

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

