

推奨 **買い** **ハイアン運輸荷役有限会社(HSX: HAH)**
前向きな見通し

現値	40,200	レポート作成日:	24/09/2024	株主構成	
前理論価格		流行中株数(100万)	121	Hài Hà 輸送投資株式会社	16.83%
新理論価格	54,000	時価総額(10億ドン)	5,005	America LLC	3.43%
配当率		直近6ヵ月平均売買高	2.1	TM Holding	2.94%
上昇率	35%	外国人投資家保有率	22.6%		

分析者:

Trần Lâm Tùng,
(水産、繊維・アパレル、IT)
Tungtl@bsc.com.vn

評価

BSC は HAH 株の 2025 年理論価格を 2024 年 9 月 24 日の終値比 35%増の 5 万 4,000VND/株と評価し、HAH の投資評価を「買い」としております。

投資観点

2024 年～2025 年の期間には、BSC は HAH の収益がそれぞれ、前年比 +8.3%増、同+32%増となると期待しております。

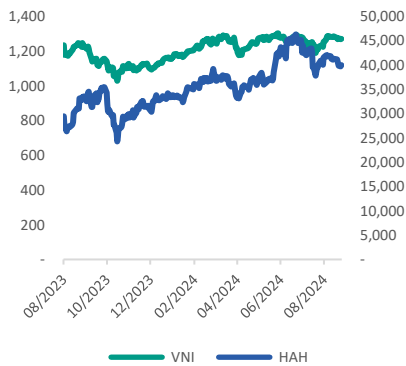
業績予測

2024 年には、BSC は HAH の売上高を前年比+38%増の 3 兆 6,100 億ドン、少数株主持分を同+8.3%増の 4,170 億 VND、EPS を 3,692VND/株、PE を 11.2xと予測しております。

2025 年には、BSC は HAH の売上高を前年比+26%増の 4 兆 2,410 億ドン、少数株主持分を同+32%増の 5,510 億 VND、EPS を 4,561VND/株、PE を 9.2xと予測しております。

リスク: (1) 自社運用賃貸/定期船賃貸は BSC の予想よりも低い、(2) 自社運用商品量が BSC の予想より低い。

株価の推移



指数	2023	2024F	2025F	Peer	VNI
PE (x)	7.8	11.2	9.2	14	14.8
PB (x)	1.1	1.6	1.5	2.1	1.9
ROE (%)	12%	11%	13%	16%	12.4%
ROA (%)	7%	6%	8%	8%	2.1%

	2022	2023	2024F	2025F
売上高	3,206	2,613	3,610	4,241
売上総利益	1,422	611	877	1,112
少数株主持分	829	385	417	551
EPS	12,142	5,636	3,692	4,561
EPS 成長率	33%	-54%	-34%	24%

I. 業績アップデート

HAH_10億 VND	Q2.2023	Q2.2024	% YoY	1H.2023	1H.2024	% YoY
売上高	611	949	55%	1,267	1,653	31%
港湾運用	76	136	80%	141	244	74%
船隊運用	663	999	51%	1,321	1,719	30%
その他	117	129	10%	239	242	1%
内社からの収益を除く	(244)	(315)		(434)	(553)	
売上原価	464	699		927	1,297	
港湾運用	41	69	68%	76	134	76%
船隊運用	583	844	45%	1,113	1,525	37%
その他	83	101	21%	169	190	
内社からの収益を除く	(243)	(315)	30%	(432)	(553)	
売上総利益	147	250	70%	340	356	5%
港湾運用	34	66	93%	64	110	71%
船隊運用	80	155	93%	208	194	-6%
その他	34	29	-15%	70	52	-25%
内社からの収益を除く	(1)	(0)	-79%	(2)	(1)	
金融活動による収入	8	(1)	-119%	13	9	-31%
財務費用	(19)	(35)	84%	(40)	(53)	34%
そのうち: 借入費用	(19)	(23)	18%	(39)	(42)	8%
連結会社から損益	1	3	294%	5	6	20%
販売費用	-	-		-	-	
管理費用	(28)	(44)	56%	(58)	(78)	34%
経営活動事業からの収益	109	173	59%	260	240	-8%
他の収入	(1)	(1)		(1)	(12)	
税引前利益	109	172	58%	262	238	-9%
法税	(30)	(46)	55%	(56)	(64)	14%
税引後利益	80	127	59%	206	174	-16%
少数株主持分	97	111	14%	216	170	-21%
売上総利益率	24%	26%		27%	22%	
港湾運用	45%	49%		46%	45%	
船隊運用	12%	16%		16%	11%	
その他	29%	22%		29%	22%	
純利益率	13%	13%		16%	11%	

2024年第2四半期の評価-商品量と自社運用運賃は前年同期より回復した。

いくつかの注意すべき点:

- (1) 売上高は前年同期比+55%増となった。
- (2) 少数株主利益等控除後利益は前年同期比+14%増となった。
 - 売上総利益率は前年同期比 2bpt 増の 26%だった。
 - 財務費用は同+84%増となった。

II. 投資観点

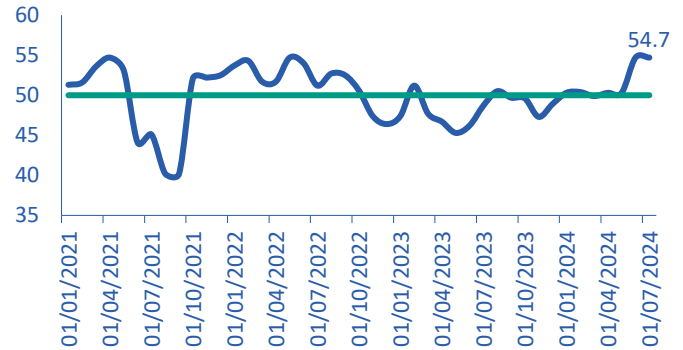
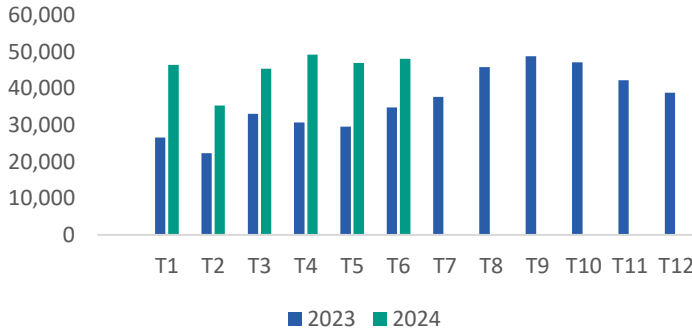
BSC は以下の要素を基づく、HAH 株の 2025 年理論価格を 2024 年 9 月 24 日の終値比 35% 増の 5 万 4,000VND / 株と評価し、HAH の投資評価を「買い」としております。

2024 年~2025 年の自社運輸活動からの収入は輸送量の増加のおかげで、前年比+45%増、同+10%増となっている。

1. 2024年～2025年の自社運輸商品量はそれぞれ、前年比+39%増、同+10%増となる見込みだ。

HAHの輸送商品量は2024年上半期に回復傾向を維持している。

7月のPMIは54.3である。



ソース: HAH, BSC

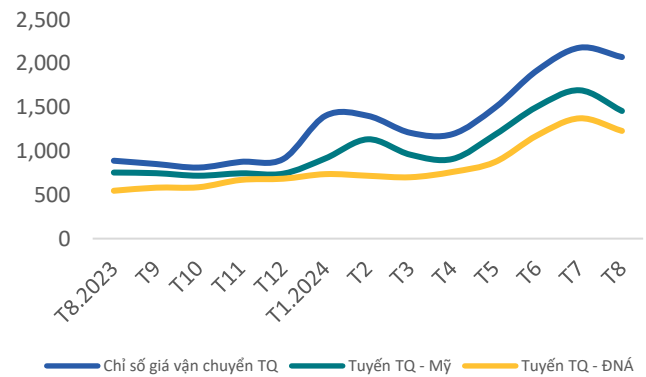
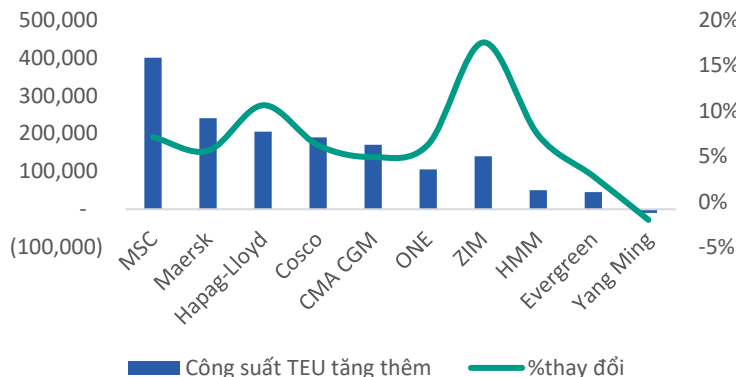
ソース: S&P Global

2. 自社輸送運賃の見通しでは、BSCは2024年と2025年におけるHAHの平均自社輸送運賃がそれぞれ、前年比+5%増、同+0%増と予測しております。

BSCはHAHの平均自社輸送運賃が2024年上半期に比べてあまり変更しなくて、僅かに増加すると考えております。

大手な船会社の輸送量は年初比増加した。

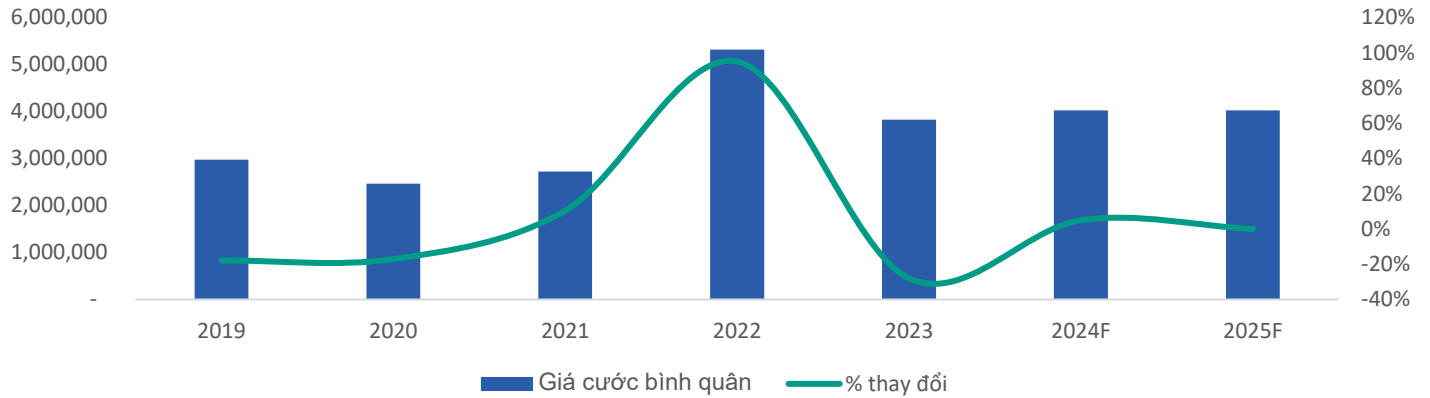
国際路線の運賃は2024年7月にピークを形成してから、横に推移している。



ソース: Alphaliner

ソース: MarcoMicro

2024年と2025年における HAH の平均自社輸送運賃がそれぞれ、前年比+5%増、同+0%増と予測しております。



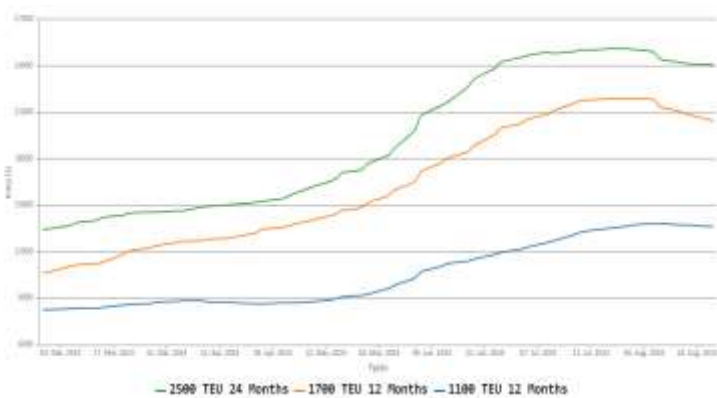
ソース: BSC

2024年と2025年における定期賃貸事業の収益は(1)定期用船運賃が2023年下半期と2024年上半期に比べて新たな高水準を記録した、(2)月数と定期用船隻数が新規船舶3隻の追加と用船需要の改善のおかげで大幅に増加したという要素のおかげで、前年比+36%増、同+61%増と期待しております。

1. 2024年下半期と2025年における HAH の定期船賃貸活動は前年同期比改善すると期待されております。

自社運用運賃は 1100 - 2500 ドル/ TEU である。

自社運用運賃は 2700 - 4250 ドル/ TEU である。



ソース: VHBS



ソース: VHBS

2024年と2025年におけるコンテナ船用船賃貸需要はそれぞれ、前年比+15%増、同+4.5%増と期待しております。

2024年と2025年における引き渡す新規造船数はそれぞれ、前年比+9.6%増、同+5.5%増と推定しております。



ソース: BIMCO



ソース: BIMCO

HAH の 2023 年～2024 年定期船舶スケジュールと BSC の 2025 年の仮定

Tàu	Công suất	2023												2024												2025											
		T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
HAIAN LINK	1,060																																				
HAIAN MIND	1,794	32KS/ngày												13KS/ngày	20KS/ngày											20KS/ngày											
HAIANWEST	1,740	30.5KS/ngày												13KS/ngày	18KS/ngày											18KS/ngày											
HAIAN EAST	1,702	15KS/ngày												13KS/ngày	15KS/ngày											18KS/ngày											
HAIAN VIEW	1,577													15KS/ngày												18KS/ngày											
HAIAN PARK	787																																				
HAIAN TIME	1,032																																				
HAIAN BELL	1,200	11.75KS/ngày																																			
HAIAN ROSE	1,708	13.75KS/ngày																																			
HAIAN CITY	1,577																																				
HAIAN Alfa	1,800																																				
HAIAN Beta	1,800													15KS/ngày												18KS/ngày											
HAIAN Opus	1,800													24KS/ngày												24KS/ngày											
HAIAN Charlie	1,800													18KS/ngày												18KS/ngày											

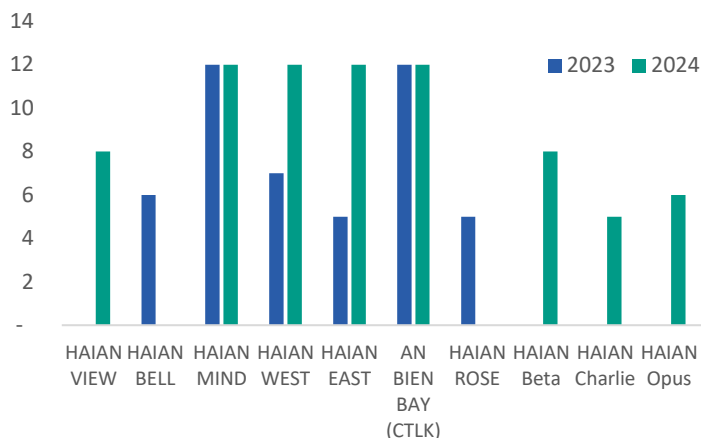
ソース: HAH, BSC

2. 月数と定期用船隻数は新規船舶 3 隻の追加と用船需要の改善のおかげで、大幅に増加した。

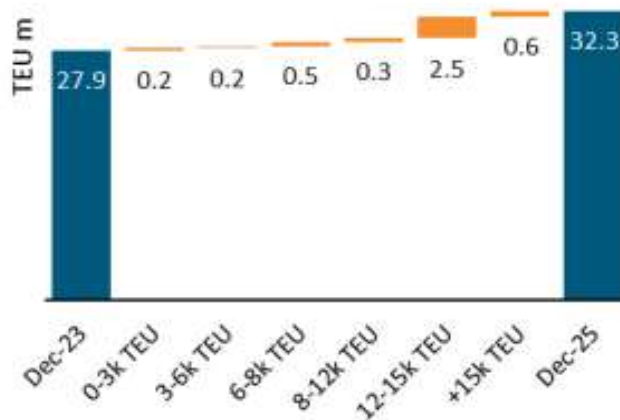
BSC は 2024 年と 2025 年における HAH の定期賃貸月数がそれぞれ、前年比+80%増の 63 カ月、同+33%増の 84 カ月であると推定しております。

2023 年～2024 年の期間における HAH 船隊の予想稼働期間(月)

2024 年～2025 年の期間における港湾を通じる輸送商品量は主に大きな積載量がある母船に焦点を当てる(100 万 TEU)



ソース: HAH, BSC



ソース: Clarkson, Bimco

III. 業績予測

2024年には、BSCはHAHの売上高を前年比+38%増の3兆6,100億VND、少数株主持分を同+8.3%増の4,170億VND、EPSfwを3,692VND/株、PEfwを11.2xと予測しております。

2025年には、BSCはHAHの売上高を前年比+26%増の4兆2,410億VND、少数株主持分を同+32%増の5,510億ドン、EPSfwを4,561VND/株、Pefwを9.2xと予測しております。

1. 港湾運用事業

- 2024年～2025年の期間における売上高はそれぞれ、前年比+11%増の2,210億ドン、同+11%増の2,460億ドンと予測されております。この増加は港湾を通じる消費量がそれぞれ、前年比+10%増、同+1%増となるためだ。
- 売上総利益率は51%である。

2. 船隊運用事業

2024年には、

- 自社輸送事業の収入は前年比+45%増の2兆3,900億ドンである。
- 定期賃貸事業の収入は同+36%増の7,670億ドンである。
- 売上総利益率は23%である。

2025年には、BSCは原油価格が前年比+5%増となり、運賃が横に推定すると仮定しております。

- 自社輸送事業の収入は前年比+10%増の2兆6,230億ドンである。
- 定期船隊賃貸事業の収入は前年比+61%増の1兆2,350億ドンである。
- 売上総利益率は28%である。

3. 他の費用:

- 販管費用/売上高の比率は4.8%である。

BSCの仮定明細

業績(10 億 VND)	2023	%yoy	2024F	%yoy	2025F	%yoy
売上高	2,613	-18%	3,610	38%	4,241	17%
港湾運用	199	-7%	221	11%	246	11%
船隊運用	2,195	-20%	3,157	44%	3,858	22%
その他	219	-10%	232	6%	247	6%
売上総利益	611	-57%	877	43%	1,112	27%
港湾運用	148	41%	113	-24%	125	11%
船隊運用	435	-67%	733	69%	1,065	45%
その他	29	358%	30	6%	32	6%
売上総利益率	23%	-21%	24%	1%	26%	2%
港湾運用	74%	25%	51%	-23%	51%	0%
船隊運用	20%	-28%	23%	3%	28%	4%
その他	13%	11%	13%	0%	13%	0%
金融活動による収入	30	-57%	23	-22%	25	7%
財務費用	(84)	-10%	(100)	19%	(115)	15%
そのうち: 借入費用	(73)	25%	(96)	30%	(105)	10%
連結会社から損益	15	-49%	18	19%	18	0%
販売費用	-		-		-	
管理費用	(125)	10%	(188)	50%	(195)	4%
経営活動事業からの収益	447	-66%	631	41%	845	34%
他の収入	(11)	-63%	(15)	38%	(18)	17%
税引前利益	450	-65%	615	37%	827	34%
法税	(92)	-60%	(127)	37%	(172)	35%
税引後利益	358	-66%	489	37%	656	34%
少数株主持分	385	-54%	417	8%	551	32%
EPS	5,636	-54%	3,692	-34%	4,561	24%

IV. 評価と推奨

BSC は EV/EBITDA 方法に基づく、HAH 株の 2025 年理論価格を 2024 年 9 月 24 日の終値比 35%増の 5 万 4,000VND/株と評価し、HAH の投資評価を「買い」としております。

仮定明細

EV/EBITDA	
目標 EV/EBITDA	4.8x
2025 年の EBITDA FY	1,518
2025 年企業価値	7,288
(+) 現金と短期投資	889
(-) 負債	(1,618)
株主資本	6,559
流行中株数(100 万株)	121
2024 年の目標価格	54,000

HAH EV/EBITDA



付録

業績(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
売上高	1,955	3,206	2,613	3,610	4,241
売上原価	(1,241)	(1,784)	(2,002)	(2,733)	(3,128)
)))))
売上総利益	714	1,422	611	877	1,112
金融活動事業による収入	26	69	30	23	25
財務費用	(33)	(93)	(84)	(100)	(115)
そのうち: 借入コスト	(32)	(59)	(73)	(96)	(105)
連結会社からの損益	19	29	15	18	18
販売費用	-	-	-	-	-
管理費用	(85)	(114)	(125)	(188)	(195)
経営活動から利益	642	1,313	447	631	845
他の収入	20	(31)	(11)	(15)	(18)
税引前利益	662	1,283	450	615	827
法人税額	(112)	(232)	(92)	(127)	(172)
税引後利益	551	1,051	358	489	656
少数株主持分	105	222	(27)	72	105
親会社株主利益(NPATMI)	446	829	385	417	551
EPS	9,133	12,142	5,636	3,692	4,561

バランスシート(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
現金及び現金相当	485	415	245	295	889
短期投資	87	140	73	75	78
短期未収金	633	984	1,005	1,083	1,272
棚卸資産	48	78	97	133	152
その他流動資産	34	132	180	180	212
流動資産	1,287	1,750	1,600	1,766	2,604
長期未収金	0	113	113	113	113
固定資産原価	2,386	3,904	4,651	5,796	5,796
原価償却	(851)	(1,160)	(1,533)	(2,045)	(2,631)
)))))
投資資産原価	-	-	-	-	-
固定資産原価	-	-	-	-	-
建設中非流動資産	7	45	30	30	30
長期投資	148	182	155	173	191
他の長期投資	255	272	342	473	556
長期投資	1,945	3,356	3,759	4,540	4,055
総資産	3,232	5,106	5,359	6,307	6,658
買掛金	387	598	543	611	648
短期借入	234	318	394	462	453
短期借入総額	621	916	937	1,074	1,101
長期借入	559	1,004	993	1,406	1,165
他の長期借入	151	248	258	258	258
長期借入	710	1,252	1,251	1,664	1,423
負債総額	1,330	2,168	2,188	2,738	2,524
出資金	488	703	1,055	1,055	1,055
株式会社化による資本剰余金	192	192	192	192	192
他の株主資本	280	391	664	664	664
未処分利益	592	1,068	751	1,077	1,537
少数株主持分	350	584	510	582	687
株主資本総額	1,902	2,938	3,171	3,569	4,134
総資本	3,232	5,106	5,359	6,307	6,658

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
税引後利益	662	1,283	450	615	827
原価償却及び割当て	164	279	364	512	586
流動資本変更	(28)	(464)	(337)	(399)	(562)
他の修正	(8)	19	59	78	87
営業活動からキャッシュフロー	790	1,117	536	806	938
固定資産購入額	(567)	(1,642)	(1,642)	(1,145)	-
)))))
その他の投資額	(83)	(13)	69	(3)	(3)
投資活動からキャッシュフロー	(650)	(1,655)	21	(1,148)	(3)
配当金	(67)	(69)	(90)	(90)	(90)
借入から金額	92	518	147	482	(250)
他の未収金	99	20	82	-	-
金融活動からキャッシュフロー	124	470	-	391	(341)
初期キャッシュフロー	221	485	415	245	295
中期キャッシュフロー	264	(67)	(170)	49	595
最後期キャッシュフロー	485	415	245	295	889

指数	2021	2022	2023	2024F	2025F
支払能力					
流動比率	2.1	1.9	1.7	1.6	2.4
当座比率	1.9	1.7	1.4	1.4	2.0
資本構成					
負債比率/総資産	41%	42%	41%	43%	38%
負債比率/株主資本	70%	74%	69%	77%	61%
稼働能力					
棚卸資産回転期間	14	16	18	18	18
売掛金回収期間	118	112	140	110	110
利益性					
売上総利益率	37%	44%	23%	24%	26%
税引後利益率	28%	33%	14%	14%	15%
ROE	23%	28%	12%	12%	13%
ROA	14%	16%	7%	7%	8%
成長率(前年同期比)					
売上高	64%	64%	-18%	38%	17%
EBIT	259%	93%	-61%	36%	31%
税引前利益	289%	94%	-65%	37%	34%
EPS	222%	33%	-54%	-34%	24%
流行中株数(100万株)	49	68	68	113	121
簿価(VND/株)	31,809	34,467	38,962	26,466	28,552

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

8F と T9F Thái Holdings, 210 Đường Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

4F と 9F、President Place, 93 Nguyen Du St, Bến Nghé Ward, 1 Dist, Hồ Chí Minh City.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

