

ホアセングループ株式会社－ HSX: HSG

推奨: 観察

目標価格: 16,800

Upside: +15%

2025年～2026年度第2四半期業績のアップデート

2025年～2026年度第2四半期には、HSGの売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比-9%減の8兆4,520億ドン、同-36%減の2,050億ドンだった。そのうち、

- ・ 販売量は前年同期比-6%減となった。原因は輸出量が同-38%減少したということから由来した。
- ・ 売上総利益率は前年同期比+1bps増となった。1,450億ドンの在庫引当金戻入益を除くと、HSGの売上総利益率は同-2.1bps減となった。
- ・ 財務費用は前年同期比+60%増となった。原因は金利が同+57%増加したということから由来した。
- ・ 管理費用は前年同期比+50%増となった。

それによると、2025年～2026年度第2四半期では、収入は前年同期比-36%減となった。原因は(1)販売量と販売価格がそれぞれ前年同期比-6%減、同-3%減となった; (2)借入費用と管理費用がそれぞれ、同+57%増、同+45%増となったということのためだ。引当金戻入益を除くと、HSGの税引後利益は同-74%減となった。

2025年～2026年度第2四半期では、HSGの売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前四半期比-17%減、同+24%増となった。

- ・ 販売量は前四半期比-16%減となった。そのうち、輸出量と国内販売量はそれぞれ、同-24%減となり、同-10%減となった。
- ・ 引当金戻入益の1,450億ドンを計上したことで、売上総利益率は前四半期比+0.9bps増となった。
- ・ 金融活動事業による収入は為替レートの差額により前四半期比+178%増となった。

それによると、HSGの少数株主等控除利益は前四半期比+24%増となった。

業績	2022	2023	2024	2025F
売上高	49,711	31,651	39,270	40,969
売上総利益	4,939	3,028	4,252	4,727
少数株主等控除利益	251	23	510	712
EPS	420	37	802	1,146

企業アップデート

06/05/2025 – HSX: HSG

BSCの研究・分析センター

Phạm Quang Minh

(分析者)

minhpg@bsc.com.vn

企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率:	9.3%

Mở tài khoản



付録:業績

業績	Q1.2025	Q2.2024	Q2.2025	%QoQ	%YoY	1H.2024	1H.2025	%YoY
収入	10,407	9,481	8,663	-17%	-9%	18,731	19,070	2%
割引	(186)	(233)	(211)	14%	-9%	(410)	(397)	-3%
売上高	10,222	9,248	8,452	-17%	-9%	18,321	18,674	2%
売上原価	(9,016)	(8,131)	(7,376)	-18%	-9%	(16,255)	(16,392)	1%
売上総利益	1,205	1,117	1,076	-11%	-4%	2,067	2,281	10%
金融活動収益	43	139	120	178%	-13%	182	164	-10%
財務費用	(75)	(43)	(68)	-9%	60%	(92)	(143)	56%
そのうち:借入コスト	(49)	(29)	(45)	-8%	57%	(54)	(94)	75%
連結会社からの損益	-	-	-	-	-	-	-	-
販売費用	(849)	(800)	(738)	-13%	-8%	(1,535)	(1,587)	3%
管理費用	(143)	(113)	(170)	19%	50%	(218)	(313)	44%
経営活動による損益	182	300	220	20%	-27%	404	402	-1%
他の収益	7	(1)	8	14%	-790%	9	14	51%
税引前利益	189	313	227	20%	-27%	428	416	-3%
法人税額	(23)	6	(22)	-7%	-484%	(6)	(45)	634%
税引後利益	166	319	205	24%	-36%	422	371	-12%
少数株主持分	0	0	0	-	-19%	0	0	-21%
少数株主等控除利益	166	319	205	24%	-36%	422	371	-12%
販売量(t)	499,564	446,085	420,654	-16%	-6%	895,165	920,218	3%
国内市場	282,387	179,734	254,959	-10%	42%	425,311	537,346	26%
輸出市場	217,177	266,351	165,695	-24%	-38%	469,854	382,872	-19%
販売価格(VND/kg)	20,833	21,255	20,594	-1%	-3%	20,925	20,724	-1%
国内市場	21,168	19,613	19,316	-9%	-2%	20,250	20,290	0%
輸出市場	19,542	21,487	21,286	9%	-1%	20,664	20,297	-2%
割引比率	1.8%	2.5%	2.4%	1%	0%	2%	2%	-0.1%
売上総利益率	12%	12.1%	12.7%	0.9%	1%	11.3%	12%	0.9%
純利益率	1.6%	3.4%	2.4%	1%	-1%	2%	2%	-0.3%

企業アップデート

06/05/2025 – HSX: HSG

推奨: 観察
目標価格: 16,800
Upside: +15%

企業情報

現値(VND/株): 14,650
流行中株数(100万株): 621
時価総額(10億VND): 9,004
30日間平均売買代金(100万株): 2.6
外国人投資家保有率:: 9.3%

2025年第3四半期業績見通し

2025年第2四半期の特別な利益を除くと、BSCは(1)カラー亜鉛メッキ鉄鋼に一時的な反ダンピング税が課された後、国内販売量が増加した、(2)にHRC反ダンピング税が課される前にHSGが中国から輸入した安価な在庫により利益率が向上した。(3)経営管理費が年間を通じて僅かに減少したという要素を基づく、HSGの2025年第3四半期のコア事業の収益を前四半期比+40～+80%増の700億～800億ドンと予測しております。

P/B



年	説明	P/B
2013		1.14
2014	HRCの価格 : 500- 600 USD/t	1.38
2018		0.83
2019	HRCの価格 : 510- 660 USD/t	0.55
中位		0.9

企業アップデート

06/05/2025 – HSX: HSG

推奨:	観察
目標価格:	16,800
Upside:	+15%

企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率:	9.3%

2025年業績予測

- 2025年には、BSCはHSGの売上高を前年比+4%増の40兆9,690億ドン、少数株主等控除利益を同+49%増の7,120億ドンと予測しております。そのうち、
- 販売量は前年比+3%増の190万tであり、そのうち、輸出量と国内消費量はそれぞれ、前年比-20%減となり、同+24%増となる。
- B2025年に3,150億ドンの引当金戻入益を計上するという仮定を基づく、売上総利益率は11.5%である。HSGは2025年第2四半期に引当金戻入益の1,450億ドンを計上したことで、残り分は1,700億ドンである。引当金戻入益を除くと、HSGの売上総利益率(仮定)は12.3%である。

指標	2024	変更前2025 年	変更後2025 年	% YoY	%変更率	理由
販売量(t)	1,889,213	2,069,748	1,946,151	+3% YoY	-6%	
国内市場	958,863	1,185,551	1,185,551	+24%	-	
輸出	950,750	884,198	760,600	-20%	-14%	米国はHSGの製品に対す反ダンピング税を課した

企業アップデート

06/05/2025 – HSX: HSG

推奨:	観察
目標価格:	16,800
Upside:	+15%

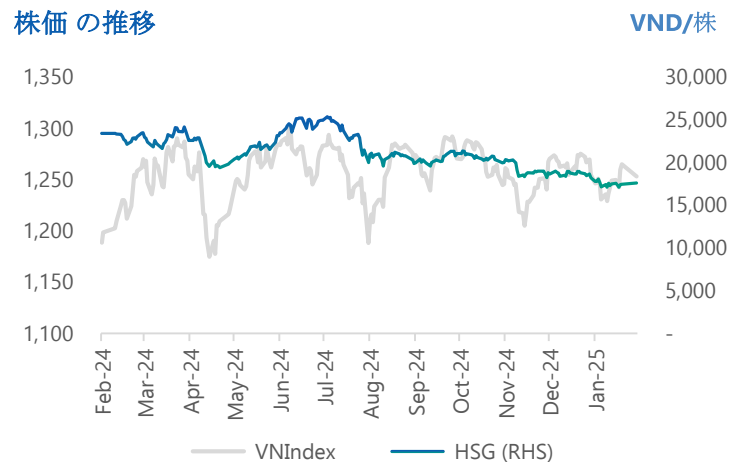
企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率::	9.3%

評価

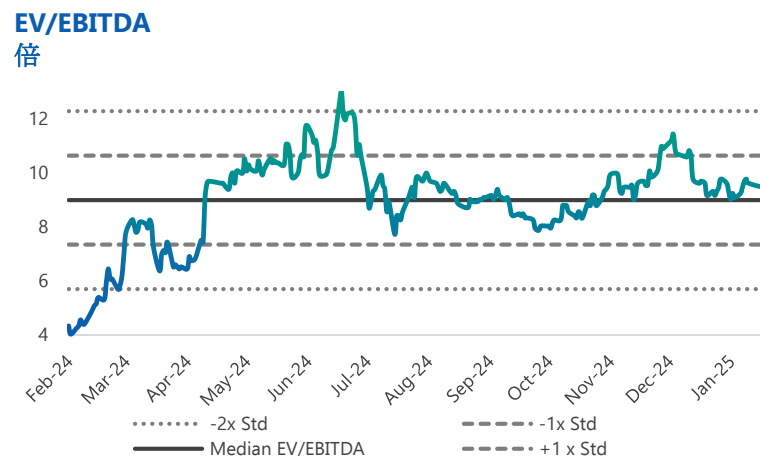
BSCはHSG株の2025年理論価格を2025年5月5日の終値比+15%増の16,800VND/株と評価し、HSGの投資評価を「観察」としております。

株価の推移



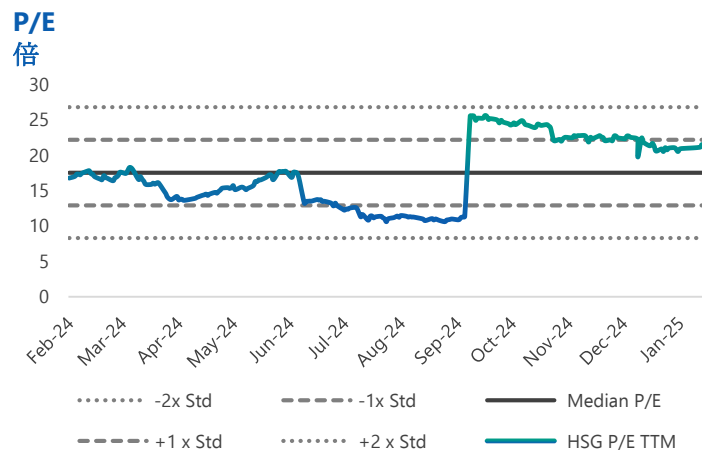
ソース: Bloomberg, BSC Research

EV/EBITDA 倍



ソース: Bloomberg, BSC Research

P/E 倍



ソース: Bloomberg, BSC Research

P/B 倍



ソース: Bloomberg, BSC Research

企業アップデート

06/05/2025 – HSX: HSG

推奨: 観察
目標価格: 16,800
Upside: +15%

企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率:	9.3%

付録:2025年定期株主総会

1. 2025年収入・利益計画

2024年～2025年度には、HSGは2つのシナリオを以下の通りに設定した。

- シナリオ1:売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比-11%減の35兆ドン、同-22%減の4,000億ドンを達す。また、販売量は前年比-7%減の180万tである。
- シナリオ2:売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比-3%減の38兆ドン、同-3%減の5,000億ドンを達す。また、販売量は前年比+0.4%増の195万tである。

BSCの評価:

- 鉄鋼業は景気循環の底にあるため、HSG の計画は慎重なものである。
- BSCの予測がHSGの計画を上回ったのは、主に(1)国内市場が回復すると期待しておりますので、販売量が増加する、(2)亜鉛メッキ鋼板及びHRC価格が好転になるということから由来する。

2. Hoa Sen Home (HSH)の再構成と拡大の計画

2024年末時点での状況アップデート

- 収入は13兆3,000億ドンであり、収入(店舗)が27億ドン/月である。
- 店舗数は410ヵ所である。

2025年～2030年計画

- Hoa Sen Home株式会社を設立し、HSGが資本金の99%を保有する。将来には、HSHは上場する。HSGは保有率を50%未満に低下する。
- 2030年の収入は33兆VNDである。

指標	単位	2023年～2024 年度	2024年～2025年度		BSCの予測	% 予測/計画	
			シナリオ1	シナリオ2		シナリオ1	シナリオ2
売上高	10億ドン	39,272	35,000	38,000	43,570	+25%	+15%
税引後利益(連結)	10億ドン	515	400	500	826	+107%	+65%
販売量	100万t	1.94	1.8	1.95	2.07	+15%	+6%

企業アップデート
06/05/2025 – HSX: HSG

推奨:	観察
目標価格:	16,800
Upside:	+15%

企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率:	9.3%

- 2023年の店舗数は300カ所である。
- 伝統的 - 商業型収益比率 = 63% - 27%である。HSG は、より高い利益率 を得るために商用製品の割合を増やすことを目指しています。

BSCの評価:

- 鉄鋼の現地化が進み、各国が鉄鋼に反ダンピング税を課し、輸出活動が困難になる背景には、HSHシステムを再開発する計画は合理的である。
- BSC は HSH 開発計画を監視します。建設資材小売モデルの成功はHSGのPEに影響を及ぼすだろう。

3.プラスチック (HSN)の再構成計画

- HSNは保有率を99%から50%未満に引き下げるために、戦略的な株主への新株を発行する計画がある。理由はプラスチック業界が飽和状態にあるためだ。

4.自社株式購入計画

- HSGは自社株式の5,000万～1億株を購入する計画。理由は(1)株主権利の守り、(2)株価が低い水準で留まっているということのためだ。

HOA SEN HOMEシステム計画

指標	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
店舗数	35	110	114	120	140	165	195	225	260	300
% YoY		+214%	+4%	+5%	+17%	+18%	+18%	+16%	+16%	+15%
収入				13,343	15,000	17,300	19,900	23,300	27,400	33,000
% YoY					+12%	+15%	+15%	+17%	+18%	+20%

指標	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Tổng
HSHの店舗の拡大					400	500	600	600	700	800	3,600
在庫システム					500	900	-	-	-	-	1,400
テクノロジー投資					60	60	100	60	60	60	400
Marketing					100	100	100	100	100	100	600
費用の合計					1,060	1,560	800	760	860	960	6,000

企業アップデート

06/05/2025 - HSX: HSG

推奨:	観察
目標価格:	16,800
Upside:	+15%

企業情報

現値(VND/株):	14,650
流行中株数(100万株):	621
時価総額(10億VND):	9,004
30日間平均売買代金(100万株):	2.6
外国人投資家保有率::	9.3%

推奨システム

推奨	説明
強い購入	1年間利益率は30%以上なると期待されております。
購入	1年間利益率は15～30%以上なると期待されております。
ホールド	1年間利益率は10～15%以上なると期待されております。
売却	1年間利益率は10未満と期待されております。

連絡先 – 研究・分析センター

Trần Thăng Long
分析・研究部の部長
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
分析・研究部の副部長
マクロ – 市場
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
分析・研究部の副部長
定量
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
分析・研究部の副部長
業界・企業
Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業

Dương Quang Minh
リーダー、分析者
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí
分析者
Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業

Phạm Quang Minh
リーダー、分析者
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt
分析者
Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy
分析者
Duyngch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業

Nguyễn Thị Cẩm Tú
リーダー、分析者
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh
分析者
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường
分析者
Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出業、Logistics業

Phạm Thị Minh Châu
リーダー、分析者
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng
分析者
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy
分析者
Huytnt@bsc.com.vn

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。

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

