

ベトナム航空総会社- HSX: HVN

推奨: 強い購入

目標価格: 51,000

Upside: +35%

業績アップデート

2025年第1四半期業績: 売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比+9%増の30兆5,510億ドン、同-22%減の3兆4,010億ドンだった。

1増収は以下の要素から由来した。

- 航空運輸事業の収入は(1)旅客運輸数が前年同期比+7%増となり、そのうち、国際線旅客数と国内線旅客数がそれぞれ、前年同期比+13.3%増、同+3.6%増となった; (2)平均チケット価格が同+1%増加したという要素のおかげで、前年同期比+8%増の24兆3,300億ドンを達した。

- 販売事業の収入は国際線旅客数の回復に伴う機内土産物販売量の回復のおかげで、前年同期比+6%増の4兆6,340億ドンだった。

2.少数株主等控除利益は前年同期比-22%減となった。この減少はHVNが債務免除による一時的な収入の3兆300億ドンを計上した。この一時的な収入を除くと、2025年第1四半期のコア事業の収入は前年同期比+161%増となった。

- 売上総利益率は前年同期比+6%bps増の20.5%となった。この増加は(1)席利用率(LF)は2024年第1四半期の国際線旅客数の増加により前年同期比+1.8%増の82.1%となった; (2)原油価格が前年同期比-10%減少すると推定されているということから由来した。

- 金融活動による収入は前年同期比+249%増の4,800億ドンを達した。増収は為替差益が前年同期比+257%増加したということから由来した。

BSCの評価によると、2025年第1四半期の業績がBSCの予想を上回ったのは原油価格が前年同期比-10%減少したということから由来した。

業績	2020	2021	2022	2023	2024	2025
売上高	40,538	27,911	70,410	91,540	105,787	118,364
売上総利益	(7,437)	(10,018)	(2,876)	3,885	13,826	20,990
親会社株主税引後利益	(10,927)	(12,907)	(11,298)	(5,930)	6,883	8,482
EPS	(7,704)	(5,829)	(5,102)	(2,678)	3,108	3,831
売上高	-566%	-24%	-12%	-48%	n/a	23%

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

BSCの研究・分析センター

Trần Lâm Tùng

(分析者)

Tungtl@bsc.com.vn

企業情報

現値(VND/株):	37,950
流行中株数(100万株):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VND):	84040
30日間平均売買代金(100万株):	2,918
外国人投資家保有率::	5.7%

Mở tài khoản
tại

2025年第1四半期業績

HVN_10億VND	Q1.2024	Q1.2025	% YoY	2023	2024	% YoY
売上高	27,964	30,551	9%	91,398	105,787	16%
販売による収入	4,369	4,634	6%	15,058	17,429	16%
港運収入	22,551	24,330	8%	72,242	82,938	15%
航空機輸送及び修理サポート収入	899	1,144	27%	3,076	4,324	41%
その他	449	519	16%	1,711	2,096	23%
貿易割引	(304)	(76)	-75%	(689)	(967)	40%
売上総利益	4,085	6,271	54%	4,044	13,826	242%
金融活動による収入	138	480	249%	925	1,260	36%
財務費用	(1,470)	(1,071)	-27%	(4,154)	(5,588)	35%
そのうち:借入費用	(353)	(251)	-29%	(1,555)	(1,282)	-18%
連結会社からの損益	55	32		113	71	-38%
販売費用	(1,390)	(1,596)	15%	(4,471)	(4,865)	9%
管理費用	(517)	(530)	2%	(2,052)	(2,186)	7%
経営活動による収益	900	3,586	298%	(5,595)	2,517	-145%
他の収入	3,628	45	-99%	291	5,206	1691%
税引前利益	4,528	3,625	-20%	(5,304)	7,723	-246%
法税	(87)	(139)	59%	(268)	(455)	70%
税引後利益	4,441	3,486	-22%	(5,572)	7,267	-230%
少数株主持分	107	85	-20%	289	384	33%
少数株主等控除利益	4,334	3,401	-22%	(5,861)	6,883	-217%
売上総利益率	14.6%	20.5%	6%	4%	13%	9%
純利益率	16%	11%	-4%	-6%	7%	13%

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

推奨: 強い購入

目標価格: 51,000

Upside: +40%

企業情報

現値(VND/株): 37,950

流行中株数(100万株): 2,214

Vốn hoá (Tỷ VND): 84040

30日間平均売買代金(100万株): 2,918

外国人投資家保有率:: 5.7%

2025年業績見通し

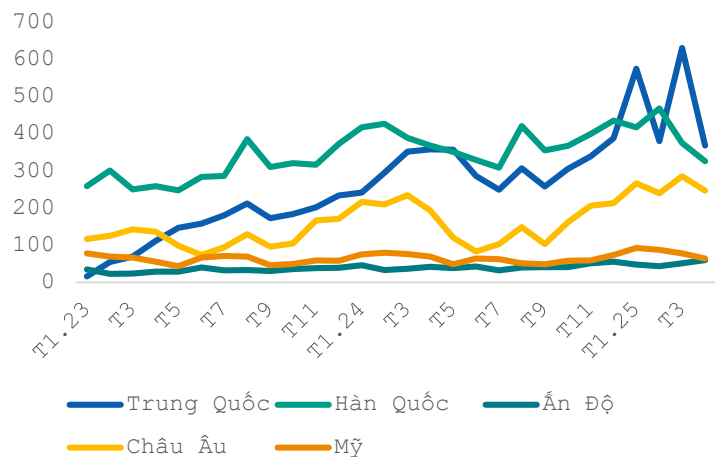
BSCは以下の要素を基づくHVNのコア事業が2025年に引き続き改善されていると考えております。

1.観光客数の回復傾向のおかげで、座席利用率が80%以上となる。具体的には、

- 政府は、(1)ビザ免除、観光地・遺跡・景勝地などへの割引または無料入場券などの多くの観光開発政策の承認；(2)空港の向上・インフラ発展、(3)多様なプラットフォームや手段を通じるベトナム観光の積極的な促進などという要素を基づく、2,200万人から2,300万人の海外からの観光客及び1億2,000万人の国内からの観光客を迎えるという目標に向けて観光振興に力を入れています。
- ベトナムへの観光客数は力強く回復し、パンデミック前の水準を上回っています。具体的には、2025年4ヶ月には、中国人は前年同期比+57%増で2019年比+14%増の19億5,400万人であり、インド人は前年同期比+29%増で2019年比+296%増の20万3,000人だった。
- ベトナム航空は観光客の回復ニーズに対応するため、直行便の就航や運航頻度の増加を進めています。

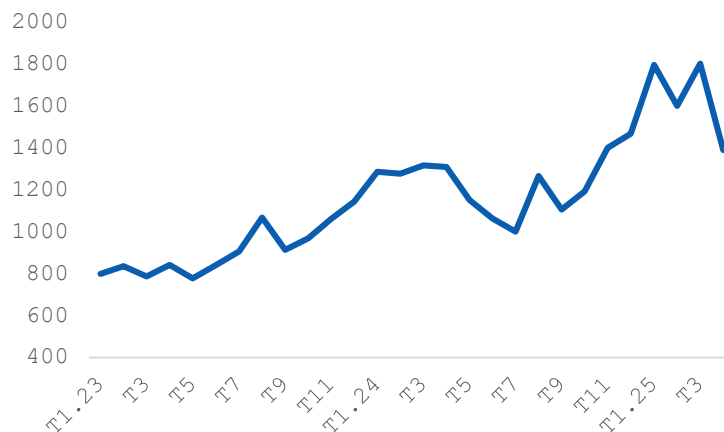
上記の観点を基づく、BSCは座席回転率(ASK)と座席利用率(Load Factors)がそれぞれ、前年比11%増の510億座席/キロ前年比1%増82%に達するとの予測を維持しております。また、2025年第1四半期の業績は、BSCの予想の通りに達している。

ベトナムへの観光客数は力強く回復し、パンデミック前の水準を上回っています(1,000人)



ソース: ベトナム観光総局

空港旅客数(1,000人)



ソース: ベトナム観光総局

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

推奨:	強い購入
目標価格:	51,000
Upside:	+40%

企業情報

現値(VND/株):	37,950
流行中株数(100万株):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VND):	84040
30日間平均売買代金(100万株):	2,918
外国人投資家保有率::	5.7%

2025年業績見通し

2. 2025年の売上総利益率は前年比+4.2bps増の17.7%となる。

2025年5月のJET A1原油価格は前年同期比-5%減で2024年の平均水準比-11%減の2.05 USD/gallonだった。BSCは、JET A1原油価格が2025年の残りの期間、主にこの価格水準で推移すると考えております。

- ・ 石油需要の弱まりへの懸念（特に関税情勢が緊迫している状況）
- ・ 世界的な需要の弱まりにもかかわらず、OPEC+は供給を増やすと予想されている
- ・ 世界の大規模経済機関は、原油価格の予想を76ドル/バレルから69米ドル/バレルに一斉に引き下げた。これは10%の下落に相当する。

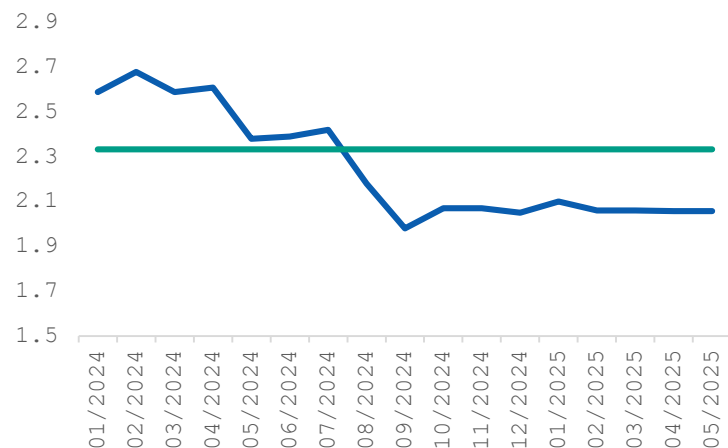
そのため、BSCはJET A1原油価格の予想を前年比10%に下方修正し、売上総利益率は前年比3%増となる。

他のアップデート:

2035年～2050年の期間における需要に対応するため、現在の保有機数の57%増に相当する50機の新機種の機（A320NEO FamilyまたはB737 Max Family）への投資プロジェクト。具体的は以下の通りだ。

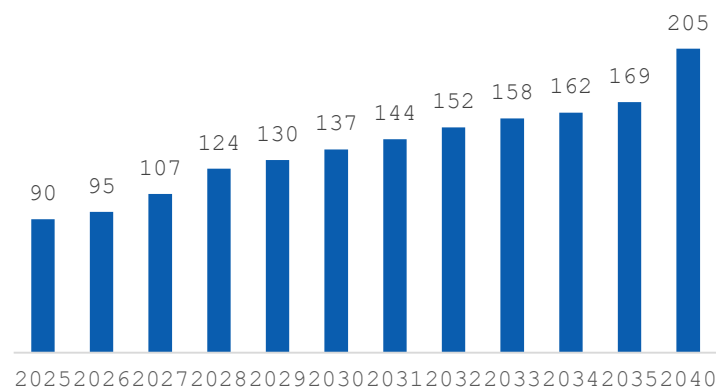
- ・ これらはメーカーに発注する完全新型機であり、2030年に14機、2031年に18機、2032年に18機を受領する予定だ。
- ・ 総投資額は約35億ドルで、50%が株主資本、50%が借入金の構成である。

JET A1原油価格は2024年の兵器水準を下回っている。
USD/Gallon



ソース: ベトナム観光総局

2025年～2040年の期間におけるHVNの艦隊ニーズ(台)



ソース: ベトナム観光総局

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

推奨:	強い購入
目標価格:	51,000
Upside:	+40%

企業情報

現値(VND/株):	37,950
流行中株数(100万株):	2,214
Vốn hoá (Tỷ VND):	84040
30日間平均売買代金(100万株):	2,918
外国人投資家保有率::	5.7%

BSCの推奨と予測

2025年には、BSCはHVNの売上高を前年比+12%増の118兆3,640億ドン、少数株主等控除利益を同+23%増の8兆4,320億ドン、EPSを3,245VND/株、Pefwを11.xと予測しております。BSCは以下の仮定を基づく、債務免除による2025年の一時収入の3,030億ドンを除外すると、HVNの2025年コア営業利益が前年比120%増加すると注意させております。

1. 座席回転率(ASK)は前年比11%増の510億座席/キロである。
2. 座席利用率(Load Factors)は前年比1%増82%となる。
3. 売上総利益率は前年比+4.2%増の17.7%となる。

業績	2022	2023	2024	2025	% yoy
仮定					
ASK (10億隻.km)	30	45	46	51	11%
Load Factor (%)	78%	81%	81%	82%	1.0%
売上高	70,410	91,540	105,787	118,364	12%
- 港運収入	51,566	72,244	83,288	94,267	13%
- 顧客	42,560	65,444	73,925	83,425	13%
- 商品	7,738	4,940	6,913	7,824	13%
- 定航空用飛行機契約 Thuê chuyến	773	1,084	1,268	1,825	44%
- 他の運航	494	777	1,182	1,193	1%
- 補助事業 Phụ trợ	3,037	3,067	3,994	4,074	2%
- 販売	14,787	15,055	17,443	17,792	2%
- その他	1,402	1,864	2,188	2,231	2%
売上原価	(73,286)	(87,654)	(91,961)	(97,374)	
売上総利益	(2,876)	3,885	13,826	20,990	41%
金融活動による収入	980	926	1,260	1,605	27%
財務費用	(4,432)	(4,405)	(5,588)	(5,760)	3%
そのうち:借入費用	(1,165)	(1,555)	(1,282)	(941)	-27%
連結会社からの損益	74	88	71	71	0%
販売費用	(3,195)	(4,377)	(4,865)	(5,443)	12%
管理費用	(1,769)	(2,096)	(2,186)	(2,446)	12%
経営活動による収益	(11,218)	(5,978)	2,517	9,017	200%
他の収入	273	615	5,206	500	-90%
税引前利益	(10,945)	(5,363)	7,723	9,517	4%
法税	(278)	(269)	(455)	(561)	4%
税引後利益	(11,223)	(5,632)	7,267	8,956	4%
少数株主持分	75	299	384	474	4%
親社税引後利益	(11,298)	(5,930)	6,883	8,482	4%
EPS	(5,102)	(2,678)	3,108	3,831	4%
売上総利益率	-4.1%	4.2%	13.1%	17.7%	3.4%
純利益率	-15.9%	-6.2%	6.9%	7.6%	-0.5%

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

推奨: 強い購入

目標価格: 51,000

Upside: +40%

企業情報

現値(VND/株): 37,950

流行中株数(100万株): 2,214

Vốn hoá (Tỷ VND): 84040

30日間平均売買代金(100万株): 2,918

外国人投資家保有率: 5.7%

BSCの推奨

BSCはDBC株の2025年理論価格を2025年6月3日の終値比+35%増の51,000VND/株と評価し、HVNの投資評価を「買い」としております。

HVNの仮定表

EBITDA	13,172
航空機レンタル費用	13,222
EBITDAR	26,393
EV/EBITDAR（目標）	7
EV	92,201
(+) 現金及び短期投資	3,691
(+) 連結会社	1,497
(+) 長期未完成資産	37,854
(-) 借入	(21,834)
(-) 少数株主等控除利益	(1,137)
株主資本	20,072
株価	51,000

HVNと他の空港会社

銘柄	社名	時価総額	P/E	P/B	EV/EBITDA
9202 JP Equity	ANA HOLDINGS INC	250,705	8.74	1.18	4.14
293 HK Equity	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	223,371	7.00	1.28	4.76
9201 JP Equity	JAPAN AIRLINES CO LTD	233,856	11.99	1.32	4.05
2610 TT Equity	CHINA AIRLINES LTD	119,146	8.84	1.52	3.44
AIR NZ Equity	AIR NEW ZEALAND LTD	31,260	16.58	0.98	3.69
VJC	VIETJET AVIATION JSC	48,47	32.15	2.72	19.88
HVN VN	VIETNAM AIRLINES JSC	84,036	9.9	n/a	4.6
	中位	119,146	8.84	1.42	4.05
	平均	137,982	11.57	1.56	5.38

企業アップデート

03/06/2025- HSX: HVN

推奨: 強い購入
目標価格: 51,000
Upside: +40%

企業情報

現値(VND/株): 37,950
流行中株数(100万株): 2,214
Vốn hoá (Tỷ VND): 84040
30日間平均売買代金(100万株): 2,918
外国人投資家保有率:: 5.7%

2025年第1四半期業績

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	不動産業、建設用材料業	石油・ガス業、肥料業、化学業	小売り業、輸出業、Logistics業
Dương Quang Minh リーダー、分析者 Minhdq@bsc.com.vn	Phạm Quang Minh リーダー、分析者 Minhpq@bsc.com.vn	Nguyễn Thị Cẩm Tú リーダー、分析者 Tuntc@bsc.com.vn	Phạm Thị Minh Châu リーダー、分析者 Chauptm@bsc.com.vn
Đoàn Minh Trí 分析者 Tridm@bsc.com.vn	Lâm Việt 分析者 Vietl@bsc.com.vn	Lưu Thuỳ Linh 分析者 Linhlt2@bsc.com.vn	Trần Lâm Tùng 分析者 Tungtl@bsc.com.vn
	Nguyễn Công Hoàng Duy 分析者 Duyngch@bsc.com.vn	Nguyễn Dân Trường 分析者 Truongnd@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.

