

業界:建設用材料業

推奨

観察

ホアセングループ株式会社(HSX: HSG)

大きく成長する期間

現値	37,400	レポート作成日:	14/05/2021	株主構成	
前理論価格	32,220	流行中株数(100 万)	444,697,013	Lê Phước Vũ	16.7%
新理論価格	47,800	時価総額(10 億ドン)	16,787	ホアセン観光投資有限公司	9.7%
配当率	0%	過去 10 日間平均売買高	15,407	ホアセン投資有限公司	3.6%
上昇率	27.8%	外国人投資家保有率	8.41%	KIMC	2.1%

業界分析:

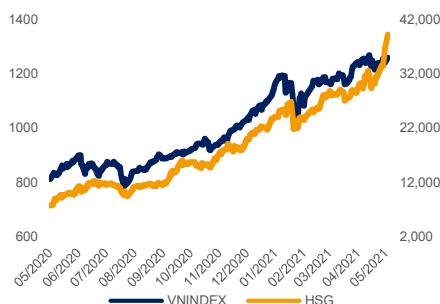
Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(建設用材料,不動産)
hanhntk@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格 40,500
損切り値 32,800

株価の推移



評価

BSC は(1)2020 年～2021 年度の税引後利益が前年比 86%増加すると予想されたこと、しかし(2)目標 PE が 7xで、目標 PE の 9xから低下するという要素を基づく、HSG 株の理論株価を 47,800VND/株と上方修正しております。

2021 年業績予測

BSC は 2020 年～2021 年度には HSG の売上高を当初予測比 29%増、前年比 58.6%増の 43 兆 6,680 億ドン;税引後利益を当初予測比 86%増、同 171%増の 3 兆 1,290 億ドンに上方修正しております。2020 年～2021 年度の EPS は 6,828VND/株であり、Pefw は 5.5xである。

2021 年～2022 年度には、BSC は伝統的な鉄鋼経営事業による収入を前年比 11.1%減の 38 兆 8,120 億ドン、税引後利益を同 18.1%減の 2 兆 5,630 億ドン、EPS を 5,483VND/株と予測しております。

投資論点

(1) HSG は再構成の成功のおかげで、新たな成長時期にしっかりと入る。

(2) HSG の成長原動力は小売システムの強みから由来する。

事業傾向

HRC 価格は年初比 25～40%増加する。2021 年第 1 四半期の在庫製品は H 生産需要を満たすために RC 価格の増加と共に増加する。

リスク

(1) 原材料価格特に HRC 価格は変動する。

(2) 多くの国は貿易防衛措置を強化する。

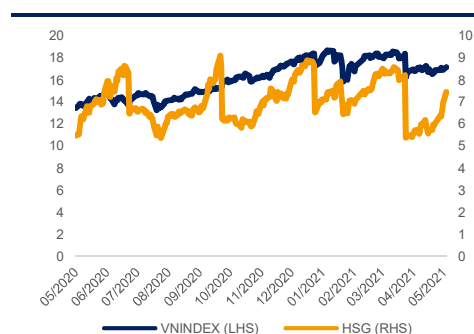
企業アップデート

(1) 2020 年～2021 年度上半期の利益は年間計画の 107%を達成した。2020 年～2021 年度上半期には、HSG の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 61%増の 19 兆 9,460 億ドン、同 4.2 倍の 1 兆 6,070 億ドンを達した。

(2) HSG は Can Tho で家具スーパーマーケットと建設用原材料スーパーマーケットを展開した。

(3) HSG は 2022 年 1 月まで自社株として 2,200 万株を購入する計画を提出した。

P/E



	2020	2021F	Peer	VN-Index		2017/18	2018/19	2019/20	2020/21F
PE (x)	9.3	5.5	9.1	16.9	収入	34,441	28,035	27,531	43,668
PB (x)	1.5	1.8	0.7	2.2	売上総利益	3,977	3,199	4,627	6,987
PS (x)	0.3	0.4	0.2	1.7	税引後利益	408	361	1,153	3,129
ROE (%)	19.1%	38.6%	13.6%	12.9%	税引後利益成長率	-69.4%	-11.5%	219.5%	171.3%
ROA (%)	6.6%	15.7%	4.5%	2.2%	EPS	925	819	2,492	6,828
EV/ EBITDA (x)	5.5	4.6	5.0	15.6	純借入/株主資本	2.8	1.8	1.2	0.9

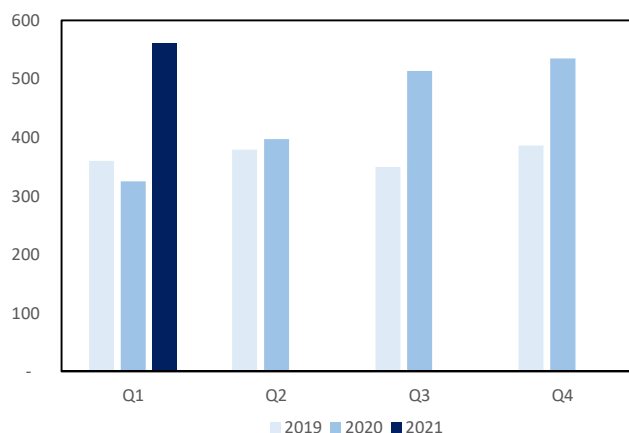
企業アップデート

2020 年～2021 年度上半期の利益は年間計画の 107%を達成した。2020 年～2021 年度上半期には、HSG の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 61%増の 19 兆 9,460 億ドン、同 4.2 倍の 1 兆 6,070 億ドンを達した。増収増益は(1)販売量が前年同期比 54%増加した、(2)平均販売価格が同+5%増加し、利益率が HRC 価格の引上げと共に 16.4%から 17%に増加した、(3)企業管理費用が同-33%減少したという要素から由来した。

消費量は特に輸出市場で前年同期比 54.2%増加した。HSG の鉄鋼消費量は前年同期比 54.2%増の 110 万tで、そのうち、国内市場と輸出市場での消費量がそれぞれ同 22.9%増の 52 万 700t、同 2 倍の 5 万 7,600tだった。2020 年～2021 年度上半期の輸出割合は 52.5%で、2019 年～2020 年度の 42.8%から増加した。世界的な鉄鋼消費量の増加は(1)諸国の政府が経済回復を促進するためにインフラ投資を強化した、(2)新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後多くの国で生産活動を回復するプロセスという要素から来た。

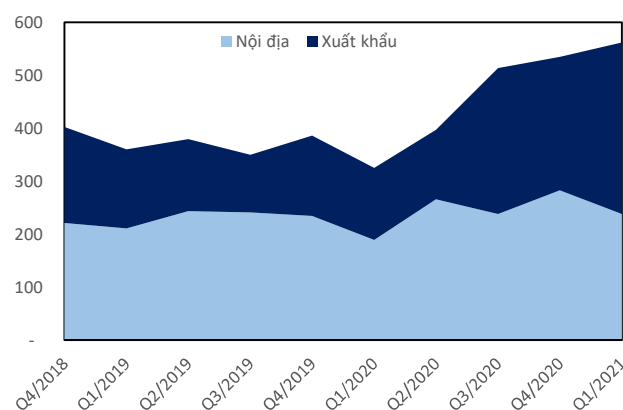
BSC は(1)国内市場は消費シーズンに入る、(2)輸出市場の需要が明るいという要素に基づく HSG の第 2 四半期鉄鋼消費量が高い水準で維持すると評価しております。

2021 年第 1 四半期の鉄鋼消費量は 2019 年第 1 読ん半期と 2020 年の第 1 読ん半期の平均水準より 64%高くて、前四半期比+5%増となった。



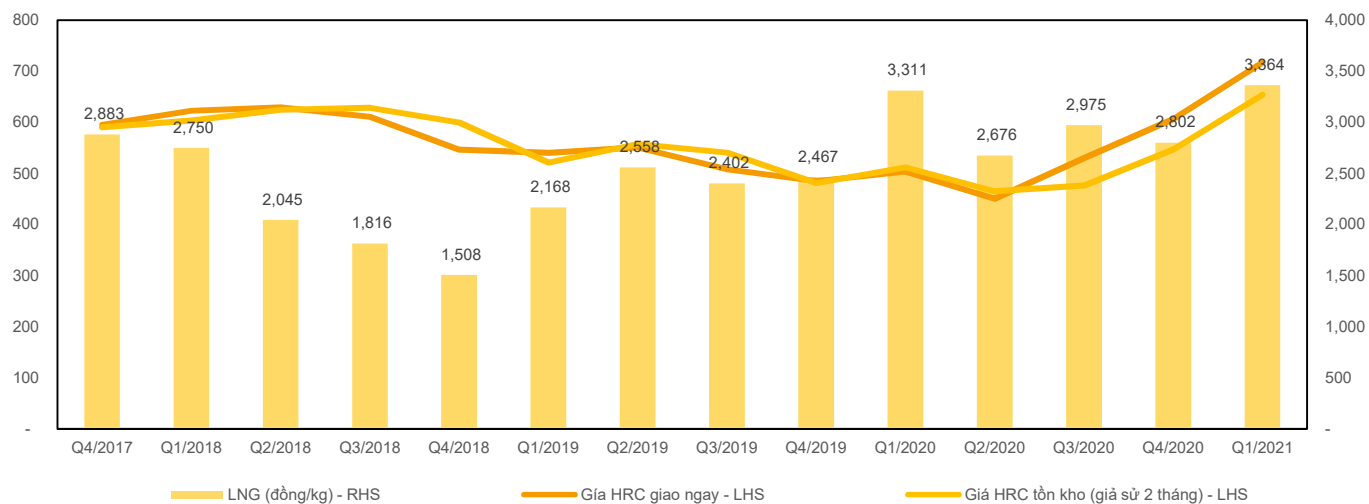
ソース: VSA, BSC Research

2021 年第 1 四半期の輸出量は前四半期比 29%増、前年同期比 139%増となり、総生産量の 58%と相当した。



ソース: VSA, BSC Research

鉄鋼の 1t当たりの売上総利益は 330 万 VND/tであり、直近の 5 年間で最も高い水準である。BSC は消費量が増加している背景には、HSG が鉄鋼販売価格を引き上げたのは利益を増加させると評価しております。

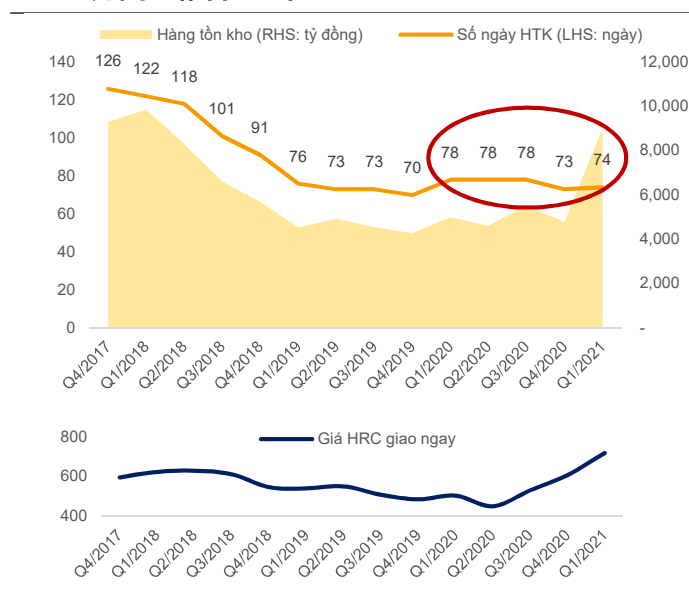


ソース: Bloomberg, HSG の財政諸表, BSC Research

BSC は HSG の売上総利益が 220 万～270 万 VND/t で、再構成の後あまり変動していないと評価しております。

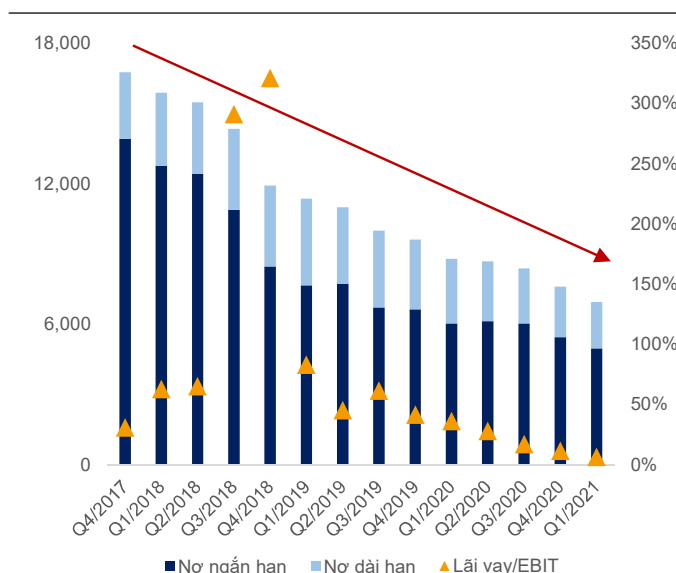
HRC 価格が大幅に上昇した背景には、在庫品管理効果が引き続き向上されている。2020 年～2021 年度第 2 四半期末の時点では、在庫額は年初比 63% 増、前年同期比 80% 増の 9 兆 20 億ドンだった。在庫額の急増は(1)HRC 価格が前四半期比 20% 増加したこと、(2)材料用在庫が増加したという要素から由来した。在庫額が増加したものの、棚卸資産回転日が 2.5 月間で維持した。

在庫額が増加したものの、棚卸資産回転日が 2.5 月間で維持した。



ソース: Bloomberg, HSG の財政諸表, BSC Research

短期的な借入額が引き続き減少している。



ソース: HSG の財政諸表, BSC Research

流動資本がよく管理されて現金回転日が 70 日間に短縮されていることで、HSG の短期的な借入及び借入費用を減少している。2021 年第 1 四半期の短期的な借入残高及び長期的な借入残高はそれぞれ 1 兆 600 億ドン、3,730 億ドンを減少したことで、借入費用は前四半期 16% 減、前年同期比 49% 減となった。

HSG は Can Tho で家具スーパーマーケットと建設用原材料スーパーマーケットを展開した。HSG の代表者によると、製品消費量は建設シーズンに入っていることでよく増加している。

HSG は 2022 年 1 月まで自社株として 2,200 万株を購入する計画を提出した。

業績予測

HSG は再構成の成功及び HRC の値上がりのおかげで、印象的な成長を計上した。

BSC は 2020 年～2021 年度には HSG の売上高を当初予測比 29%増、前年比 58.6%増の 43 兆 6,680 億ドン; 税引後利益を当初予測比 86%増、同 171%増の 3 兆 1,290 億ドンに上方修正しております。2020 年～2021 年度の EPS は 6,828VND/株であり、Pefw は 5.5xである。BSC は今回のレポートでは以下の通りに仮定を変更した。

- 消費量は前予測比 20%増、前年比 29%増の 217 万tである。
- 販売価格は前年比 23%増となる。
- 売上総利益/製品(1t相当)は前年比 17%増の 320 万 VND である。
- 費用が削減され、そのうち管理費用と借入費用が大幅に減少する。

BSC は HSG が 2021 年 4 月に亜鉛メッキ鉄板製品の価格を 260 万 VND/tに上昇したことで、原材料在庫品価格の上昇を 4 月にカバーした。そのために、HSG は 2021 年 3 月のように 4 月の税引後利益を高い水準で維持する可能性がある。BSC は HSG が 2020 年～2021 年度第 3 四半期に好調な業績を維持できると考えております。2020 年～2021 年度第 4 四半期には、HSG の業績は HRC 価格が大きく上昇した後下落すること及び供需がバランスを取ることにより第 2 四半期及び第 3 四半期に比べて大きく増加しないだろう。

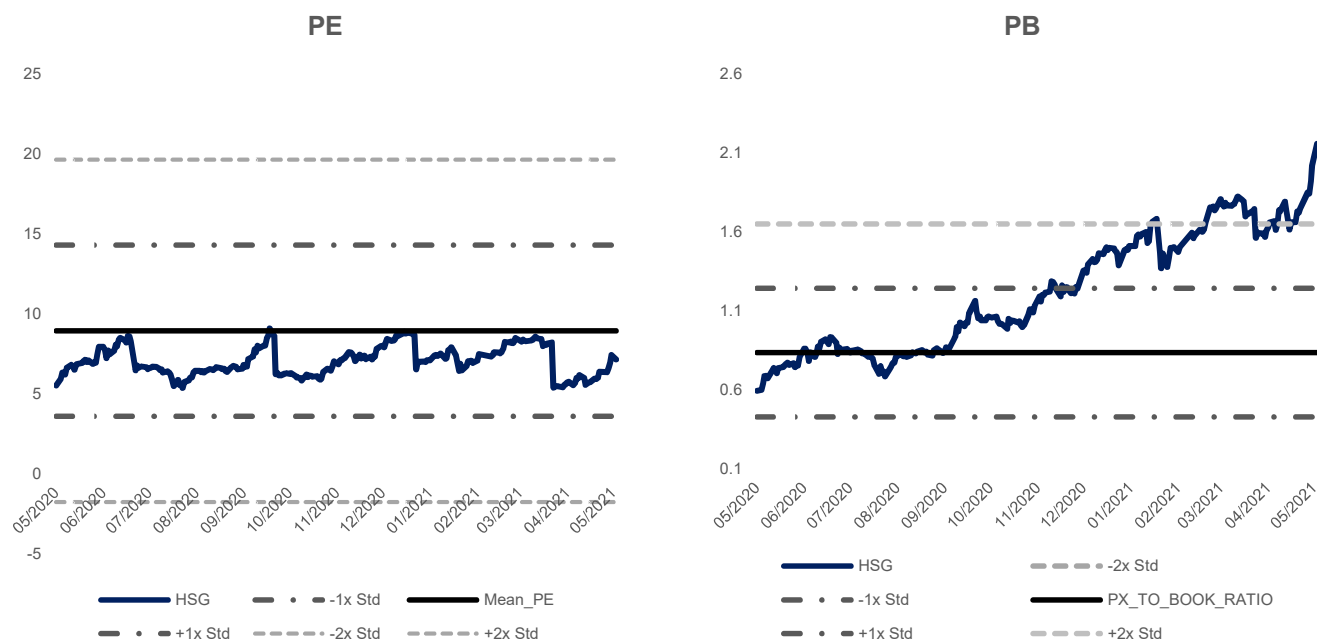
2021 年～2022 年度では、BSC は HSG の収入を前年比 11.1%減の 38 兆 8,120 億ドン、税引後利益を同 18.1%減の 2 兆 5,630 億ドン、EPS を 5,483VND/株と予測しております。

評価

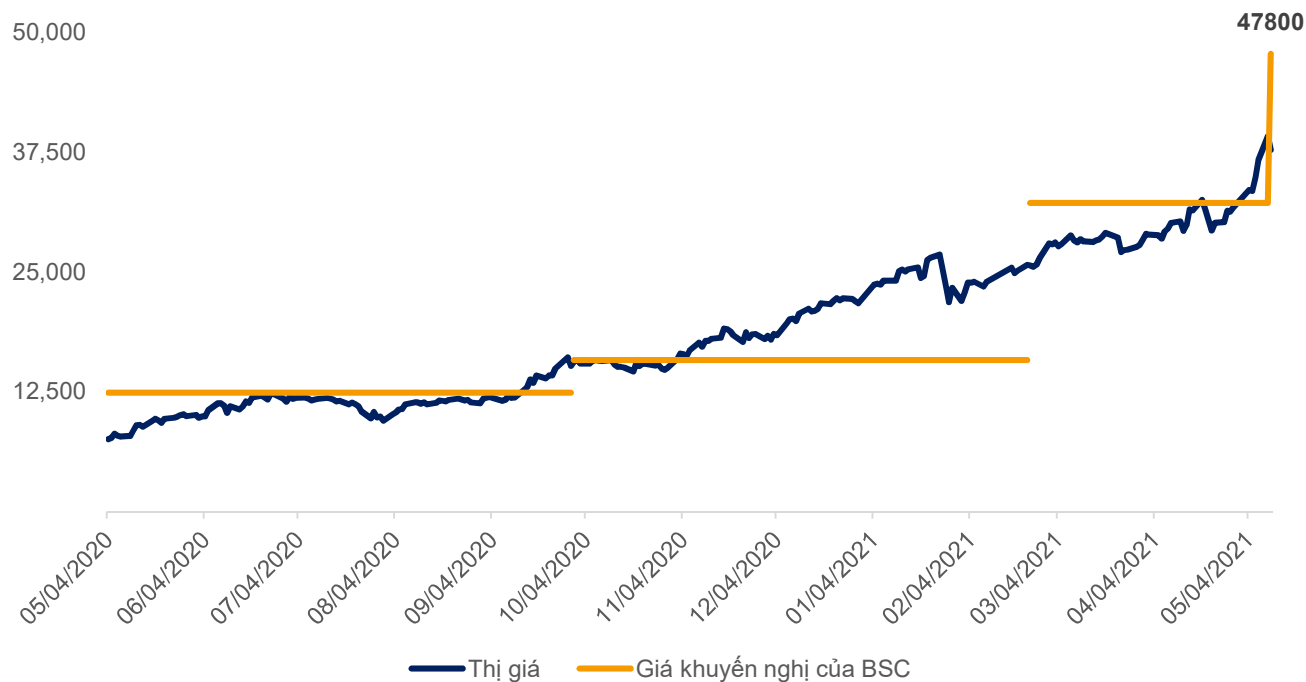
BSC は(1)2020 年～2021 年度の税引後利益が前年比 86%増加すると予想されたこと、しかし(2)目標 PE が 7xで、目標 PE の 9xから低下するという要素を基づく、HSG 株の理論株価を 47,800VND/株と上方修正しております。

		EPS(VND/株)				
		EPS 2020/21 (VND/株)				
	47,794	6.162	6.486	6.828	7.169	7.528
P/E	5.0	30,810	32,432	34,138	35,845	37,638
	6.0	36,972	38,918	40,966	43,014	45,165
	7.0	43,134	45,404	47,794	50,184	52,693
	8.0	49,296	51,891	54,622	57,353	60,220
	9.0	55,458	58,377	61,449	64,522	67,748
	10.0	61,620	64,863	68,277	71,691	75,275

ソース: BSC Research



HSG価格の推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
売上高	28,035	27,531	43,668	38,812
売上原価	24,836	22,903	36,681	32,327
売上総利益	3,199	4,627	6,987	6,158
販売費用	1,749	2,221	2,620	2,523
企業管理費用	471	460	437	388
営業利益／損失	979	1,946	3,930	3,247
金融活動収益	63	78	17	58
金融活動費用	803	645	471	392
借入費用	746	560	471	392
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	223	(3)	-	-
税引前利益	462	1,376	3,476	2,913
法人税額	101	223	348	350
税引後利益	361	1,153	3,129	2,563
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主利益等控除利益	361	1,153	3,129	2,563
EBITDA	2,166	3,176	5,193	4,572
EPS	820	2,492	6,828	5,483

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
税引後利益	361	1,153	3,129	2,563
原価償却及び割当て	1,187	1,230	1,263	1,321
流動資本変更	3,633	-273	-3,311	3,891
営業活動からキャッシュフロー	5,181	2,110	1,080	7,775
固定資産購入額	-1,058	-398	-587	-777
他の投資	272	87	0	-
投資活動からキャッシュフロー	-786	-311	-587	-777
配当金	0	0	0	-
借入から金額	-4,515	-1,448	95	-3,500
他の未収金	-81	-65	0	-
金融活動からキャッシュフロー	-4,596	-1,513	95	-3,500
初期キャッシュフロー	492	289	575	1,163
中期キャッシュフロー	-2	0	0	-
最後期キャッシュフロー	289	575	1,163	4,667
税引後利益	361	1,153	3,129	2,563

バランスシート(10 億ドン)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
現金及び現金相当	365	575	1,163	4,667
短期投資	1,339	2,024	2,665	2,399
短期未収金	4,548	5,524	9,149	5,219
棚卸資産	1,104	899	1,426	1,267
流動資産	7,356	9,022	14,402	13,552
有形固定資産	8,187	7,262	6,492	5,594
無形固定資産	241	220	209	198
賃貸固定資産	-	-	-	-
建設中非流動資産	576	576	-	-
長期投資	17	26	26	26
他の非流動資産	408	352	558	496
非流動資産	9,870	8,734	7,673	6,641
総資産	17,225	17,756	22,075	20,194
買掛金	1,379	1,455	2,330	2,054
短期借入	6,706	6,023	6,886	4,044
他の短期借入	682	1,513	2,211	2,155
短期借入総額	8,767	8,991	11,428	8,252
長期借入	2,986	2,163	1,395	733
他の長期借入	4	11	(376)	(858)
長期借入	2,990	2,174	1,019	(124)
負債総額	11,757	11,166	12,446	8,128
出資金	4,235	4,446	4,446	4,446
株式会社化による資本剰余金	152	152	152	152
未処分利益	1,021	1,954	4,990	7,428
他の株主資本	61	39	42	42
少数株主持分	-	-	-	-
株主資本総額	5,468	6,591	9,630	12,068
総資本	17,225	17,756	22,077	20,196

指数(%)	2018/19	2019/20F	2020/21F	2021/22F
支払能力				
流動比率	0.8	1.0	1.3	1.1
当座比率	0.2	0.3	0.3	0.2
資本構成				
流動資産／総資産	42.7%	50.8%	65.2%	67.1%
買掛金／総資産	68.3%	62.9%	56.4%	40.3%
短期負債／総資産	50.9%	50.6%	51.8%	40.9%
借入／総資産	56.3%	46.1%	37.5%	23.7%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	82	80	73	81
売掛金回収期間	18	19	19	21
買掛金回収期間	18	23	19	21
現金回転率	82	76	73	81
利益性				
売上総利益率	11.4%	16.8%	16.0%	15.9%
EBIT	3.5%	7.1%	9.0%	8.4%
税引後利益率	1.3%	4.2%	7.2%	6.6%
ROE	6.8%	19.1%	38.6%	23.6%
ROA	1.9%	6.6%	15.7%	12.1%
成長率(前年同期比)				
収入	-18.6%	-1.8%	58.6%	-11.1%
税引後利益	-22.6%	98.8%	101.9%	-17.4%
税引前利益	-11.7%	219.4%	171.3%	-18.1%
総資産	-19.0%	3.1%	24.3%	-8.5%
株主資本	6.1%	20.5%	46.1%	25.3%

ソース:BSC Research

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。

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

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
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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



