

推奨

買い

ハンサイン自動車サービス株式会社(HSX: HAX)

現値:	29,100	レポート作成日:	06/01/2022	株主構成	
前理論価格	–	流行中株数(100 万)	49	Đỗ Tiến Dũng	21.93%
新理論価格(1 年間)	37,000	時価総額(10 億ドン)	1,539	Vũ Thị Hạnh	13.81%
配当率	4.8%	過去 6 ヶ月平均売買高	812,588		
上昇率	27%	外国人投資家保有率	14.2%		

業界分析:

Lê Hữu Ngọc
ngoclh@bsc.com.vn

テクニク分析:

(短期的な投資家向け)

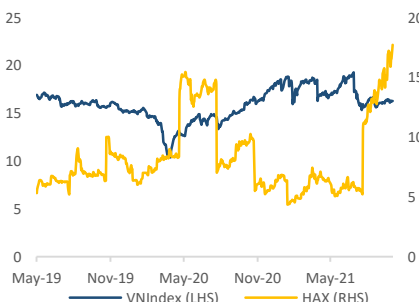
Lê Quốc Trung
vinhtq@bsc.com.vn

推奨価格: 37,750 VND
損切り値: 28,500 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は PE 方法に基づく HAX 株の理論株価を 3 万 7,000 VND/株と評価し、HAX の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2021 年～2022 年の期間における業績を以下の通りに予想しております。

– 2021 年: BSC は HAX の売上高を前年比 4.2%増の 5 兆 8,010 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 7%減の 1,160 億ドン、EPSfw を 2,332VND/株、Pefw を 12.5xと予測しております。

– 2022 年: BSC は HAX の売上高を前年比 8.9%増の 6 兆 3,170 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 80%増の 2,080 億ドン、EPSfw を 4,208VND/株、Pefw を 6.9xと予測しております。

業績の予測は(1)2021 年～2022 年の期間における自動車販売量がそれぞれ前年比 1.6%減の 2,463 台、同 5%増の 2,586 台である;(2)2022 年の売上総利益率が 6%で、前年の 4.6%から増加するという仮定に基づく。

投資見通し

- 2022 年の利益を記録する。それによると、2022 年の利益は前年比 80% 増の 2,080 億ドンを達します。増益は(1)新型コロナウイルス感染症の流行後需要が急増し、購入者が登録料をサポートされる;(2)利益率が競争性の低下により増加するということのため。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行が拡大することにより、自動車購入量が減少する。
- HSBC 社債は 2022 年に株式に転換する可能性がある。

企業アップデート

- 2021 年 9 ヶ月には、HAX の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同
期比 9.5%減の 3 兆 3,950 億ドン、同 55.2%減の 280 億ドンだった。

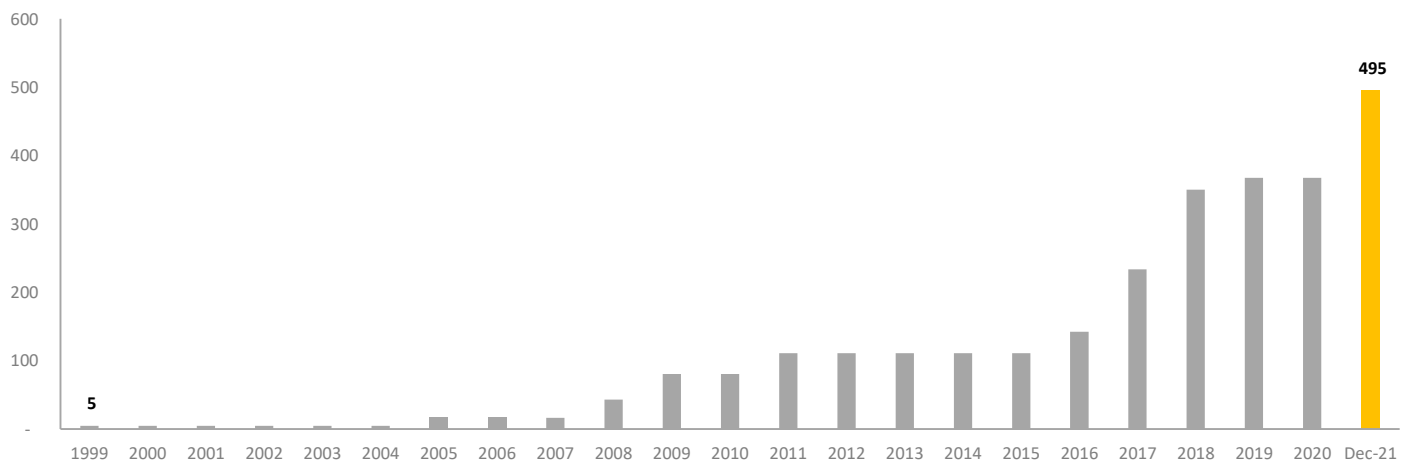
	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	9.4	12.5	10.5	17.1
PB (x)	2.2	2.4	2.4	2.7
PS (x)	0.2	0.9	0.6	2.1
ROE (%)	18.2	19.3	13.5	16.0
ROA (%)	5.2	8.9	4.6	2.6
EV/ EBITDA (x)	8.3	10.5	9.5	16.1

	2019	2020	2021F	2022F
収入	5,153	5,570	5,801	6,317
売上総利益	195	321	267	379
税引後利益	51	125	116	208
EPS	1,429	3,409	2,332	4,208
EPS 成長率	-49%	139%	-49%	80%
純負債/株主資本 (%)	251%	130%	107%	48%

企業概要

HAX は 7 年間株式化の後、ホーチミン市場に 2006 年上場した。2021 年 12 月の時点での HAX の資本金は 4,950 億ドンに達しています。

HAX の資本金は 22 年間後 110 倍増加した(10 億ドン)

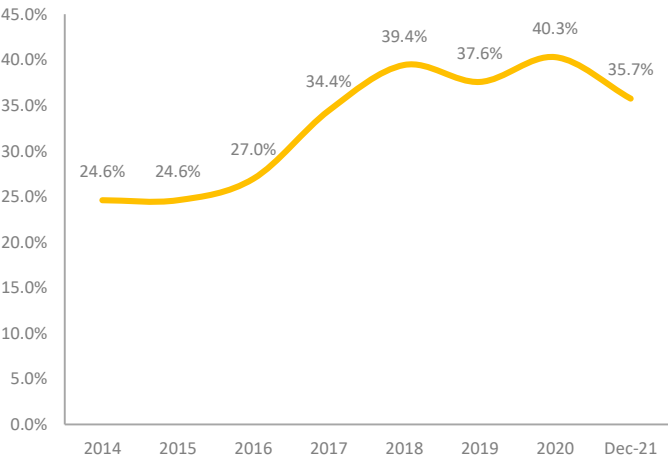
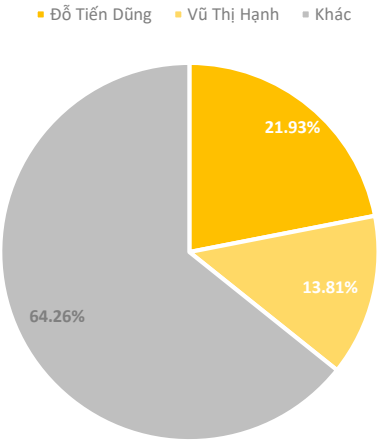


ソース: HAX, BSC Research

株主構成

HAX の大口株主は Đỗ Tiến Dũng 会長及び Vũ Thị Hạnh 取締役員(会長の妻)であり、保有株数は 1,770 万株、発行株数の合計の 35.74%を占めている。

2021 年 12 月 31 日の時点での HAX の株主構成(%) 大口株主は HAX の保有率を連続で増加している(%)



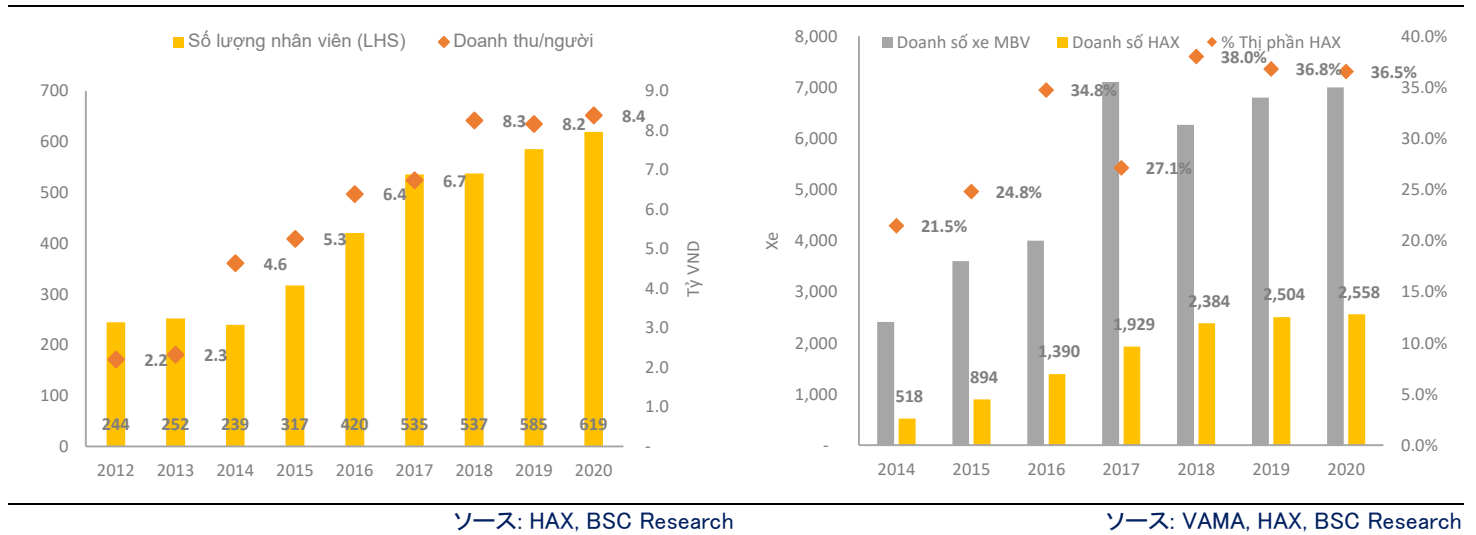
ソース: HAX, BSC Research

ソース: HAX, BSC Research

事業

HAX のコア事業は 2000 年以來ベトナム Mercedes-Benz (MBV) ブランド販売事業である。

HAX の社員規模と生産能力は連続で増加している。HAX は 2018 年以來最大の市場シェアを維持している。



HAX はホーチミン市とハノイ市に 4 つのショールームを保有しており、CanTho での新ショールームに投資する準備をしている。CanTho での新しショールーム投資金が 1,800 億ドン以上であり、2022 年第 3 四半期に運営する予定だ。HAX は 5 つのショールームを保有して、Vietnam Star 社 (6 つのショールーム) 後第 2 位に立っている。

ベトナム Mercedes-Benz (MBV) 販売社のショールーム数

市県	HAXACO	Vietnam Star	Andu	Vinamotor
Hà Nội	2	2	1	0
Hải Phòng	0	0	1	0
Nghệ An	0	0	0	1
Đà Nẵng	0	0	1	0
Nha Trang	0	1	0	0
Bình Dương	0	1	0	0
Hồ Chí Minh	2	2	0	0
Cần Thơ	1	0	0	0
合計	5	6	3	1

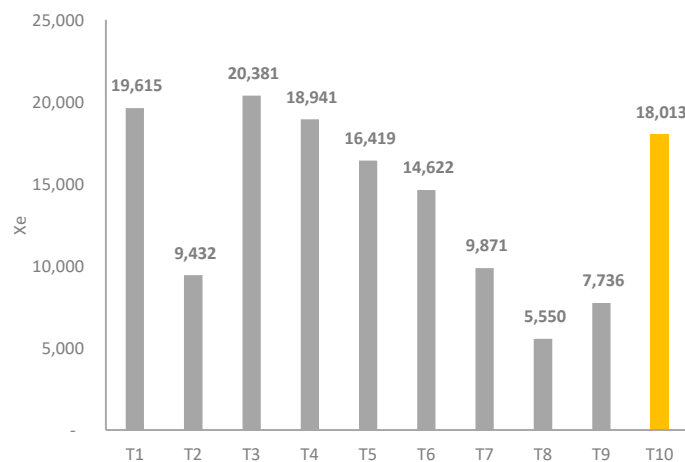
ソース: MBV, BSC Research

自動車販売業の見通し

2022 年の自動車消費需要は(1)新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれて、接種率が高い水準で維持する; (2) 登録料を 50%に削減するという方針が消費者をサポートするという要素のおかげで、早速回復すると期待されている。

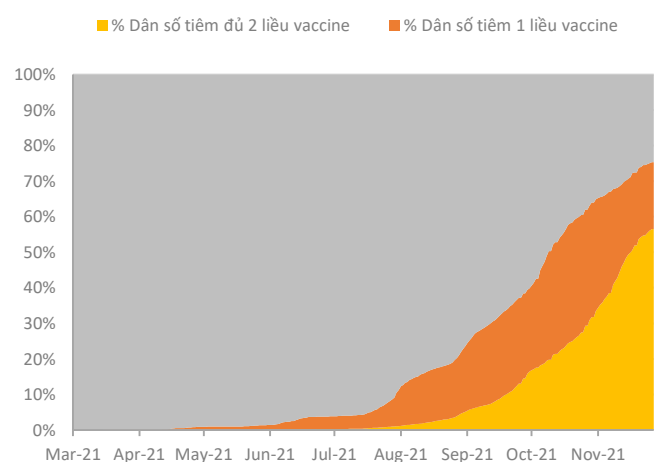
自動車購入需要は社会的隔離の 4 ヶ月後戻っている。VAMA 加盟企業と VAMA 非加盟企業を合わせた乗車販売台数は前四半期比 133%増の 18,013 台だった。BSC は 2022 年には、ベトナムでの新型コロナウイルス感染症の流行は(1)ベトナムが 2020 年～2021 年の期間における新型コロナウイルスの 4 波を経た、(2)ベトナムでの接種率が 96.3%と高い水準を達したという要素のおかげで効果的に封じ込まれると考えております。そのために、2022 年の自動車消費量は 2021 年の低い水準比急増するだろう。

VAMA の乗車販売量は 2021 年 10 月に急増した。



ソース: VAMA, BSC Research

ベトナムの接種率は急増した(%)



ソース: Our World in Data, BSC Research

国内で組立車数

社名	KIA	Hyundai	Mazda	Mercedes	Peugeot	Toyota	Vinfast	Ford	Honda	Mitsubishi
モデル数	8	6	4	4	4	4	4	2	2	2

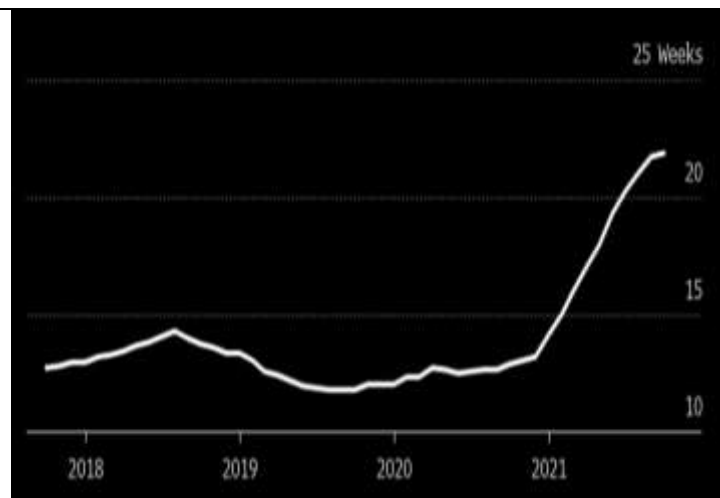
ソース: BSC Research

チップの不足が続けているために、自動車の供給が急増するのは難しいだろう。

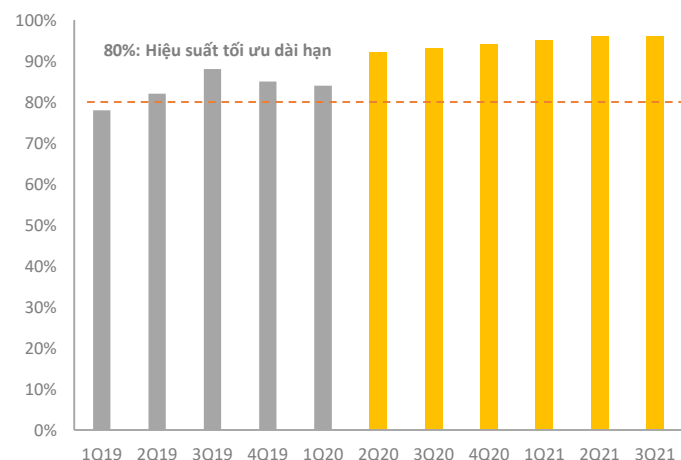
新型コロナウイルス感染症の流行が 2020 年初の時点で拡大した時、多くの自動車メーカーは自動車販売量が急減したことに気づいたことで、生産量と半導体チップの受注を削減した。2020 年半ばまで、自動車の消費量が急増したことで、自動車メーカーが生産能力を増やし、大量のチップを注文した。しかし、このチップ生産量は家庭学習・娯楽用使用需要が高まったことで、電子機器業によって消費された。現在、チップ不足は改善の

兆しを見せておらず、チップ製品の受注から受取までの期間は連続で増加し、2021 年 11 月の時点で 22.3 週間と最高水準を達した。BSC はこのチップ不足状況が 2022 年末まで続ける可能性があると考えております。

チップ製品の受注から受取までの期間は引き続き続 半導体チップ生産能力は急増している。
けている(週間)



Nguồn: Susquehanna Financial Group, Bloomberg

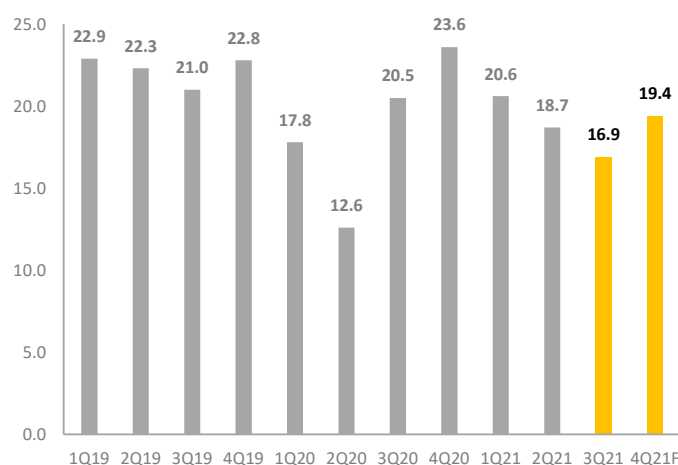


ソース: SIA, BSC Research

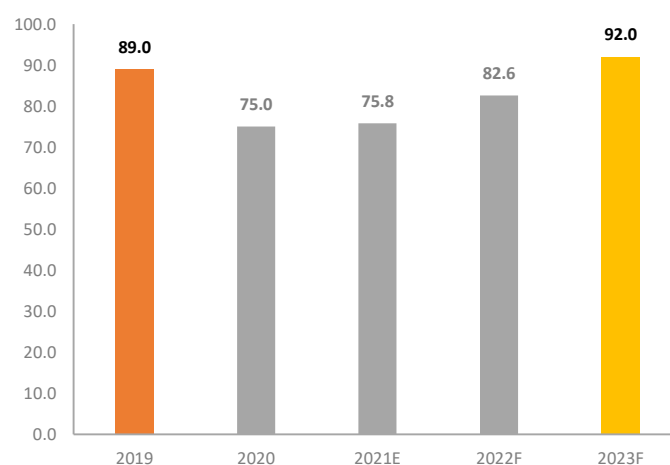
2021 年第 3 四半期には、乗用自動車の生産量は前年同期比 18% 減の 1,690 万台だった。BSC はベトナムと世界的な自動車生産量が 2022 年に大幅に増加しなくて、消費需要を満たさないと考えております。

2021 年下半年には、乗用自動車生産量はチップの不足に急減した。

乗用自動車生産量は 2023 年以来新型コロナウイルス感染症の流行後最高水準を戻すと期待されています。



ソース: IHS, BSC Research



ソース: IHS, BSC Research

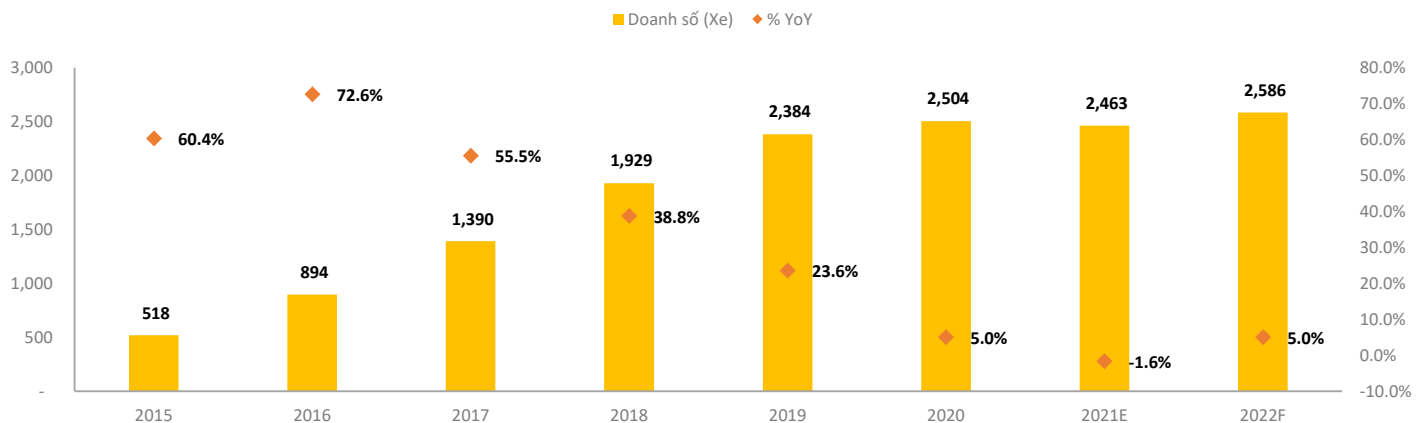
自動車供給が消費量の増加を満たさないのは同業の競争性を減少させて、利益率を増加させる。

投資論点

2022 年の利益は(1)消費量の急増と(2)利益率の増加という要素のおかげで最高水準を記録する。

Mercedes 車の消費量は新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれて、登録料が 50%を削減するという要素のおかげで同業界と共に急増すると予測されている。BSC は Mercedes 社がベトナムで組み立てられている唯一の高級車ブランドであるために、HAX が大きな恩恵を受けると考えております。消費量が急増するものの、BSC はチップ供給が不足するために、HAX の 2022 年自動車販売量が前年比 5%増の 2,586 台を達すと期待しております。

HAX の 2022 年自動車販売量が前年比 5%増の 2,586 台を達すと期待されています。

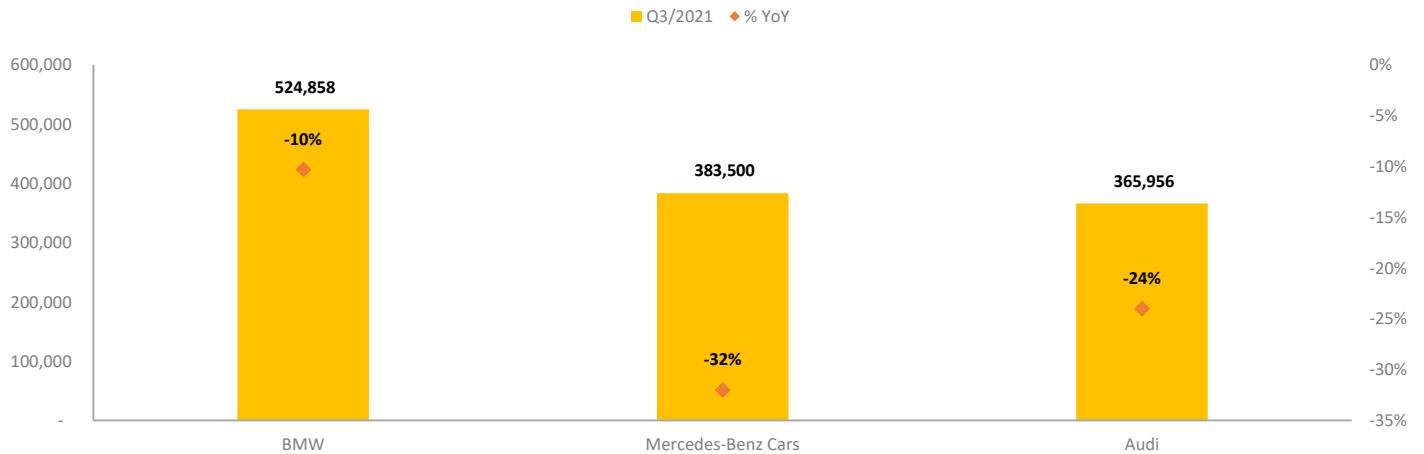


ソース: HAX, BSC Research

2022 年の売上総利益率は 6.0%で、直近の 10 年間に最高水準を達す。

BSC はチップ不足の状況が 2022 年末から改善されることで、2022 年の自動車生産量が消費者の需要を満たしないと考えております。

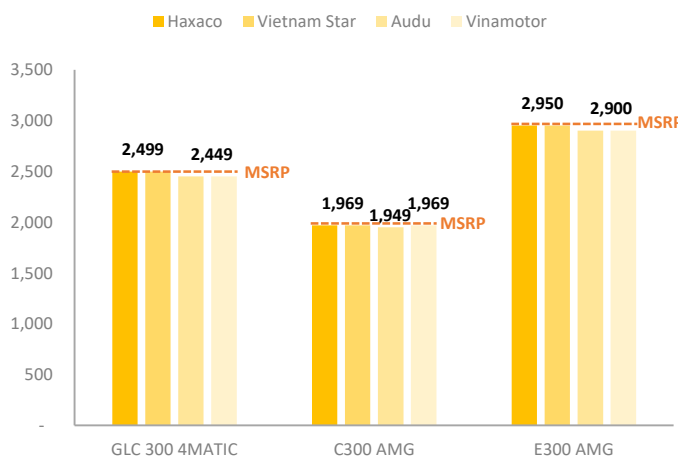
2021 年第 3 四半期の自動車生産量はチップ不足に急減した(台)



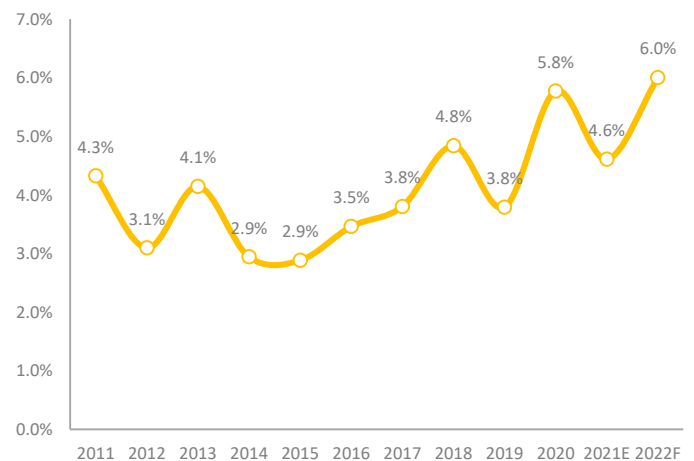
ソース: Daimler, BMW, Audi, BSC Research

BSC は HAX の 2022 年売上総利益率は前年比+140bps 増の 6%であると期待しております。

2021 年 12 月の時点でいくつかの自動車モデルの小 HAX の 2022 年利益率は直近の 12 年間ぶり最高基準を記録すると期待されています。(%)



ソース: BSC Research



ソース: HAX, BSC Research

投資リスク

薬病リスク: 新型コロナウイルス感染症の流行は複雑になれば、政府は社会的隔離装置を適用します。これは HAX の経営活動にマイナスな影響を及ぼします。しかし、BSC は 2022 年には、ベトナムでの新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれると考えております。

希薄化リスク: HAX は 2022 年第 1 四半期に HSBC を対象とするへの転換社債を発行し、発行総額が 1,800 億ドンである予定。この転換社債は 1 年間後転換することができ、転換価格が 1 万 2,000VND/株である。HSBC は社債を転換する場合、HAX の EPS は希薄化になり、23.25%を低下するだろう。

業績予測

BSC は 2021 年～2022 年の期間における業績を以下の通りに予測しております。

– 2021 年:BSC は売上高を前年比 4.2%増の 5 兆 8,010 億ドン、少数株主持分を同 7%減の 1,160 億ドン、EPS を 2,332VND/株、PE を 12.5xと下記の仮定に基づく予測しております。

+ 自動車販売量は前年比 1.6%減の 2,463 台である。

+ 売上総利益率は前年比-120bps 減の 4.6%である。

– 2022 年:BSC は売上高を前年比 8.9%増の 6 兆 3,170 億ドン、少数株主持分を同 80%増の 2,080 億ドン、EPS を 4,208VND/株、PE を 6.9xと下記の仮定に基づく予測しております。

+ 自動車販売量は前年比 5%増の 2,586 台である。

+ 売上総利益率は前年比+140bps 増の 6.0%である。

HAX の業績予測(10 億 VND)				
	2019	2020	2021F	2022F
売上高	5,153	5,570	5,801	6,317
自動車販売事業	4,776	5,186	5,492	5,948
修理 & 部品販売事業	367	374	300	360
その他	10	10	9	9
売上原価	(4,957)	(5,248)	(5,534)	(5,938)
売上総利益	195	321	267	379
自動車販売事業	130	270	226	327
修理 & 部品販売事業	66	53	38	52
その他	0	(1)	3	0
販売費用	(117)	(114)	(133)	(139)
管理費用	(53)	(53)	(58)	(63)
経営活動の損益	26	154	76	177
金融活動事業の収入	0	3	0	1
借入コスト	(57)	(41)	(28)	(21)
他の損益	96	42	98	106
税引前利益	65	158	146	263
法税	(15)	(32)	(30)	(54)
税引後利益	51	125	116	209
少数株主持分	(0)	1	1	1
税引後利益-少数株主持分	51	125	116	208
EPS	1,429	3,409	2,332	4,208

ソース: BSC Research

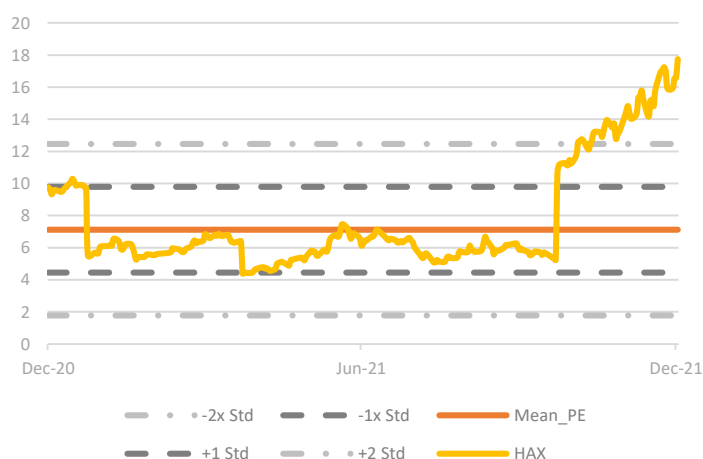
評価と推奨

BSC は PE 方法に基づく HAX 株の理論株価を 3 万 7,000VND/株と評価し、HAX の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価方法:

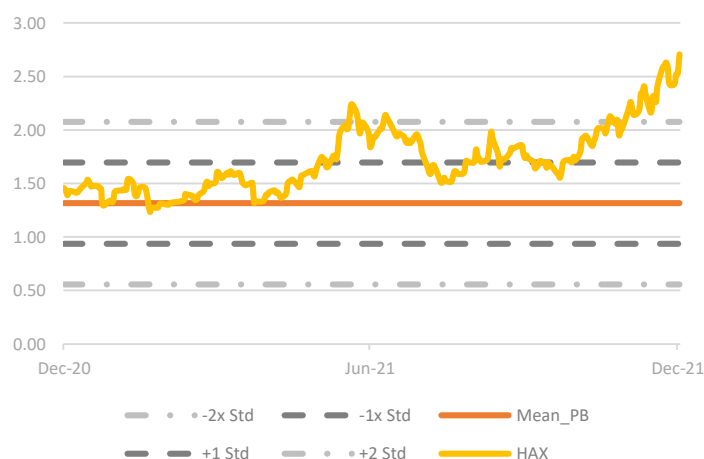
P/E 方法	価値
2022 年の EPSFW	4,208 VND/株
P/E	8.6x
合理的な株価	37,000 VND/株

HAX の P/E



ソース: BSC Research

HAX の P/B



ソース: BSC Research

企業アップデート

2021 年 9 ヶ月業績アップデート				
10 億 VND	9T2020	9T2021	%YoY	評価
売上高	3,751	3,395	-9.5%	2021 年 9 ヶ月の売上高は前年同期比 9.5%減の 3 兆 3,950 億ドンだった。
自動車販売事業	3,475	3,184	-8.4%	
修理 & 部品販売事業	268	204	-23.9%	
その他	8	7	-12.5%	
売上原価	(3,548)	(3,241)	-8.6%	
売上総利益	203	154	-24.1%	2021 年 9 ヶ月の売上総利益率は 4.5%で、前年同期の 5.4%から減速した。
自動車販売事業	167	124	-25.7%	
修理 & 部品販売事業	33	28	-15.2%	
その他	4	2	-50.0%	
売上総利益率	5.4%	4.5%	-16.1%	
金融活動事業の収入	3	0	-89.4%	他の収入は同 50.8%減の 270 億ドンだった。
財務費用	(36)	(13)	-63.5%	
販売費用	(77)	(81)	5.0%	他のアップデート - 2021 年 11 月 22 日には、HAX は HSBC への転換社債の発行を承認した。具体的は以下の通り。 + 発行総額:1,800 億ドン + 発行目的:Can Tho にショーROOMをオープンし、流動的な資本を支援する。 + 期間:2022 年第 1 四半期予定 + 期限:18 ヶ月 + 社債は 1 年間発行した後転換することができます。転換価格: 12,000VND/株。
管理費用	(39)	(34)	-12.9%	
経営活動の損益	54	27	-50.8%	
その他の純収入	26	18	-31.7%	
税引前純損益	80	44	-44.6%	
法税	(18)	(16)	-8.0%	
税引後利益	62	28	-54.9%	
少数株主持分	(0)	0	-114.5%	
親会社株主帰属利益	63	28	-55.2%	

ソース: HAX, BSC Research

付録

業績(10 億 VND)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	5,153	5,570	5,801	6,317
売上原価	(4,957)	(5,248)	(5,534)	(5,938)
売上総利益	195	321	267	379
販売費用	(117)	(114)	(133)	(139)
管理費用	(53)	(53)	(58)	(63)
営業利益／損失	26	154	76	177
金融活動収益	0	3	0	1
金融活動費用	(57)	(41)	(28)	(21)
借入費用	(57)	(41)	(27)	(20)
合併・関連会社関連収益	0	0	0	0
他の収益	96	42	98	106
税引前利益	65	158	146	263
法人税額	(15)	(32)	(30)	(54)
税引後利益	51	125	116	209
少数株主持分	(0)	1	1	1
少数株主税引後利益	51	125	116	208
EBITDA	1,429	3,409	2,332	4,208

バランスシート(10 億 VND)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	110	81	145	158
短期投資	0	0	0	0
短期未収金	394	262	329	358
棚卸資産	721	564	678	727
その他流動資産	22	11	12	13
流動資産	1,246	919	1,163	1,256
有形資産	407	335	285	413
原価償却	(88)	(100)	(140)	(180)
建設中非流動資産	0	15	15	15
長期投資	0	0	0	0
他の非流動資産	67	63	204	296
非流動資産	386	313	219	311
総資産	1,632	1,232	1,382	1,567
買掛金				
短期借入	948	500	472	245
他の短期借入	214	193	240	260
短期借入総額	1,163	693	712	505
長期借入	0	0	0	0
他の長期借入	4	4	3	4
長期借入	4	4	3	4
出資金	1,167	697	714	509
株式会社化による資本剰余金	367	367	495	645
未処分利益	(0)	(0)	(0)	30
他の短期借入	96	166	171	380
他の株主資本	-2	-2	-2	-2
少数株主持分	4	4	5	5
株主資本総額	466	535	669	1,058
総資本	1,632	1,232	1,383	1,567
流行中株数(100 万株)	37	37	50	65

キャッシュフロー会計(10 億 VND)	2019	2020	2021F	2022F
税引後利益	51	125	116	209
原価償却及び割当て	43	38	42	42
流動資本変更	(16)	258	(136)	(63)
営業活動からキャッシュフロー	77	422	22	188
固定資産購入額	(624)	(458)	52	(128)
他の投資額	622	511	0	0
投資活動からキャッシュフロー	(1)	52	52	(128)
配当金	(52)	(55)	0	0
借入から金額	(50)	(448)	(28)	(227)
他の未収金	15	0	18	180
金融活動からキャッシュフロー	(87)	(503)	(11)	(47)
初期キャッシュフロー	121	110	81	145
中期キャッシュフロー	(11)	(28)	64	13
最終期キャッシュフロー	110	81	145	158

指数(%)	2019	2020	2021F	2022F
支払能力				
流動比率	1.1	1.3	1.6	2.5
当座比率	0.5	0.5	0.7	1.0
資本構成				
負債比率/総資産	71.5%	56.6%	51.7%	32.5%
負債比率/株主資本	251%	130%	107%	48%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	48	45	41	43
売掛金回収期間	22	10	8	10
買掛金回収期間	12	5	4	5
現金回転率	58	50	45	48
利益性				
売上総利益率	3.8%	5.8%	4.6%	6.0%
税引前利益率	1.3%	2.8%	2.5%	4.2%
ROE	11.0%	25.0%	19.3%	24.2%
ROA	2.9%	8.8%	8.9%	14.2%
評価				
PE	23.0	9.4	12.5	6.9
PB	2.5	2.2	2.4	1.5
成長率(前年同期比)				
売上高	8.3%	8.1%	4.2%	8.9%
EBIT	-62.3%	491.5%	-50.5%	132.6%
税引前利益	-47.4%	140.7%	-7.4%	80.0%
EPS	-49.2%	138.6%	-21.2%	36.1%

ソース: BSC Research

テクニク分析

HAX – ハンサイン自動車サービス株式会社

テクニクハイライト:

現在傾向: 累積傾向

MACD 指標: シグナル線を下回った

RSI 指標: 中立ゾーン、累積傾向

評価: HAX はピークから株価の 33 で下落した後、累積傾向にある。売買高が 20 日の平均水準を下回っているのは株価の動きが弱くなっていると示した。MACD 指標と RSI 指標が累積線にあるのは短期的な上昇傾向が出ると示した。HAX は上昇傾向を形成する前に株価の 30~30.1 で累積する可能性が高い。

推奨: 買値: 30~30.1、利益確定売り値: 37.75、損切り値: 28.5 の下。



ソース: BSC, iTrade のテクニク分析

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>

