

推奨 買い

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (業界分析)
hanhntk@bsc.com.vn

目標価格	12,400
終値	10,100
Upside	22.8%

Nguyễn Tiến Đức (テクニク分析)
ducnt@bsc.com.vn

目標価格	17,440
損切り値	8,500

市場データ

発行済株式数 (100万株)	444,379
時価総額 (10億ドン)	4,310
過去52週間の最高値 (VND)	10,050
過去10日の売買高 (株)	10,392
外国人投資家の保有率	16.81%

大口株主

ホアセン投資グループ	24.34%
Lê Phước Vũ	12.23%
Tundra Fonder AB	5.19%
Yurie AM	4.94%
Dragon Capital	2.25%

株価の推移(1年間)



企業概要

HSGはベトナムで金属めっき鋼板・カラー鋼板市場シェアについて1位である企業。販売チャンネルは全国536販売店を保有している。HSGは小売チャンネルと案件卸売チャンネルを通じる自社の製品を直接に販売している。

困難期間を乗り越えた。

投資観点と評価

BSCはPE方法に基づくHSGの投資評価を2020年理論価格の1万2,400VND/株で「買い」と推奨しております。

投資理論

(1)

2018年～2019年度における企業の事業再構成が効率を見せている、とりわけ、(1)

販売チャンネルの再構成は国内市場での販売量を維持している；(2)

流動資本管理効率の向上；(3)短期借入圧力の軽減及び財務費用の削減などだ。

(2)安価な評価：2019年末時点で、販売チャンネルが55の地方を広がって、倉庫10カ所、店舗471カ所を持っているという利点がある。しかし、株価は簿価のマイナス圏で取引されています。

事業傾向

(1)

HRC価格は低い水準でとどまっていることで、DGCが費用を節約し、利益率を向上している。

業績予測

BSCは2020年にHSGの消費量を前年比5.3%減の132万t、売上高を前年比15.7%減お23兆6,270億ドン、税引後利益を同96.6%増の7,100億ドン、EPSを1,548VND/株、PEfwを6.5xと予測しております。

企業アップデート

(1)

2019年～2020年度の7ヶ月には、収入は14兆5,970億ドンで、年間計画の52%を達成した。税引後利益は4,720億ドンで、年間計画の118%を達成した。

(2)消費量の減少。2019年～2020年度の7ヶ月には、亜鉛メッキ鋼板の消費量は前年同期比6.7%減の63万7,300tを達した。この減少は国内消費量が前年同期比6%増となったが、輸出量が前年同期比16.7%減となったことから由来した。鉄鋼管の消費量は前年同期比11.2%減の19万1,000tを達した。

(3)

2019年～2020年度の上半期には、借入コストは効率的な借入再構成により20%削減した。しかし、販管費用/収入の比率は大幅に増加した。

投資リスク

(1)投入原材料価格の変動。HRC価格の変動はHSGの亜鉛メッキ鋼板事業の販売活動及び利益率に直接影響する。

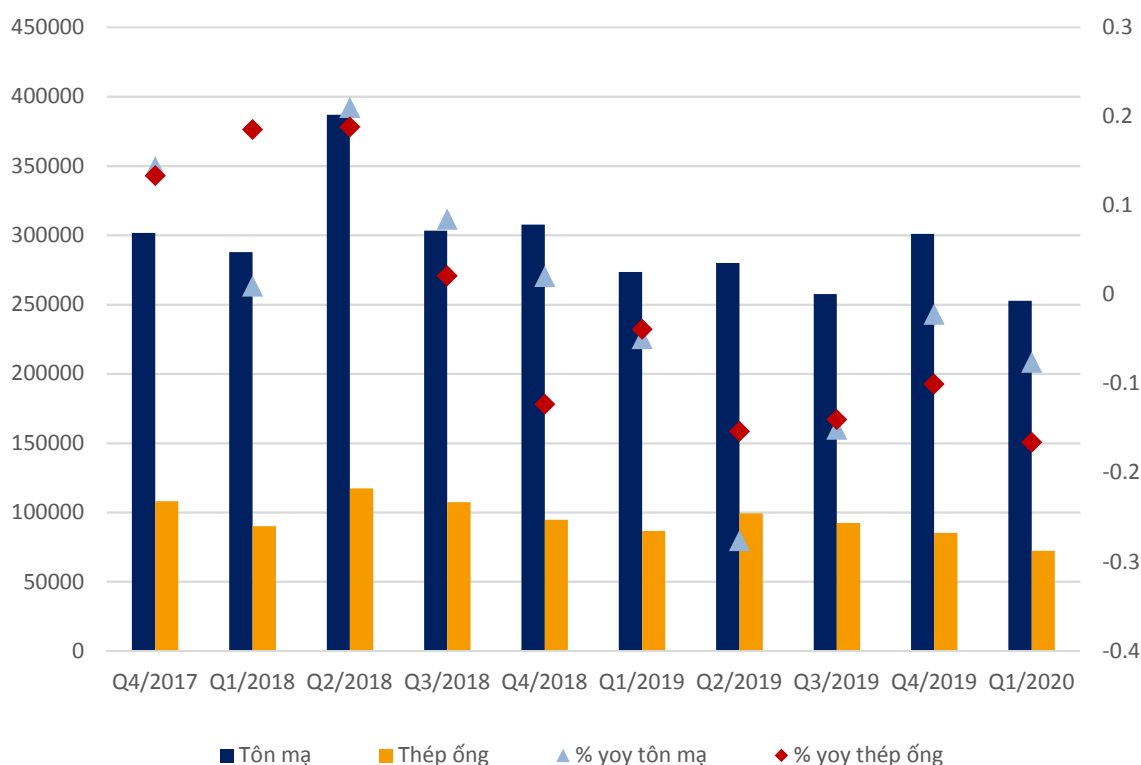
(2)他国の貿易防衛措置を増加させるリスク。HSGの亜鉛メッキ鋼板輸出量は全国の総生産量の50%を占めている。そのために、諸国が貿易防衛措置を適用するのは輸出量に影響する可能性がある。

企業アップデート
(1)業績アップデート

2019年～2020年度の7ヶ月には、亜鉛メッキ鋼板の消費量は前年同期比6.7%減の63万7,300 t を達した。この減少は国内消費量が前年同期比6%増となったが、輸出量が前年同期比16.7%減となったことから由来した。2020年4ヶ月には、亜鉛メッキ鋼板のシェアは24%で、2019年の24.5%から減少した。
-鉄鋼管の消費量は前年同期比11.2%減の19万1,300 t を達した。

2020年1-3月期の販売価格は2019年末の時点と比べて変わらなかったが、平均販売価格はHRC価格の下落により前年同期比9%減となった。

四半期を基づく鉄鋼販売量
(単位: t)

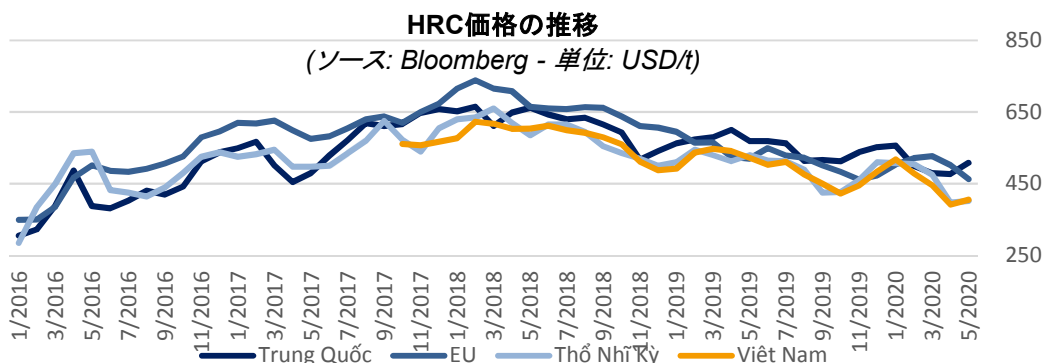


ソース:HSGの財務諸表、BSC Research

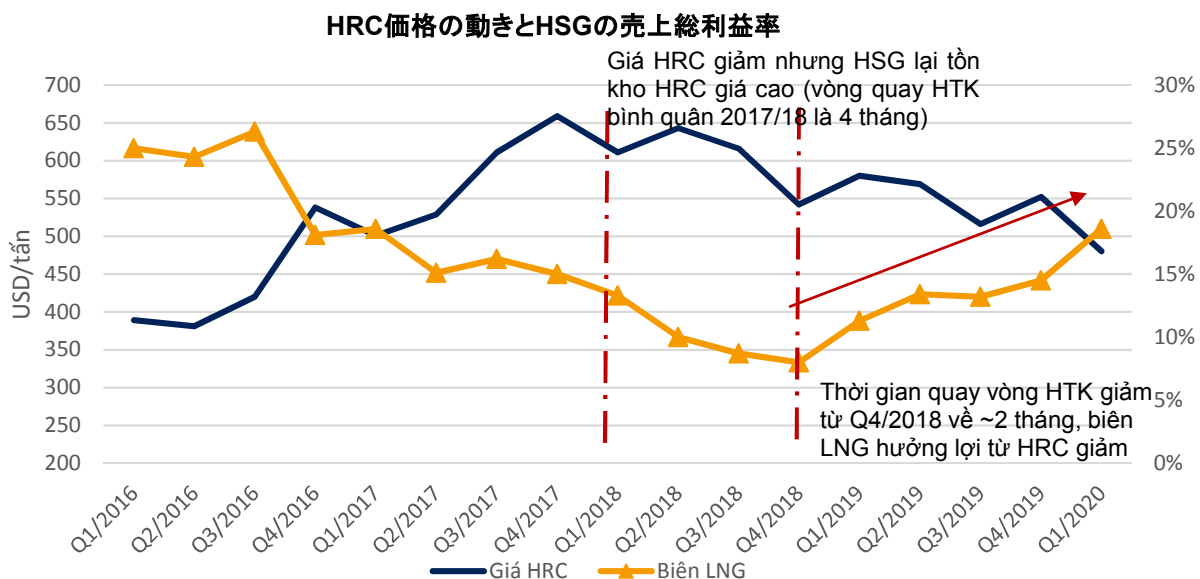
企業アップデート

HRC価格は下落している傾向がある。利益率が向上されている。

2020年2月以降HRC価格は大幅に下落した。BSCは、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれ、生産活動が徐々に回復する時に、HRC価格は短期的に回復すると考えています。しかし、BSCは新型コロナウイルス感染症の流行は消費需要及び投資活動に影響しているために、HRCの需要が2020年にまだ回復しなくて、価格が低い水準で維持すると考えております。2020年5ヶ月におけるベトナムでのHRC価格は前年同期比10%減の450ドル/tだった。



BSCは、在庫期間は2ヶ月で留まったことで、HSGの2020年1-3月期HRC価格が下落したのは次の生産費用を削減させると考えております。そのために、HRC価格が下落する時に、HSGの利益率が增加する可能性がある。BSCは、2019年～2020年度の売上総利益率が14.9%であると仮定すると、2017年～2019年度の11.4～11.5%から増加するが、2019年～2020年度1-3月期の16.4%から減少した。

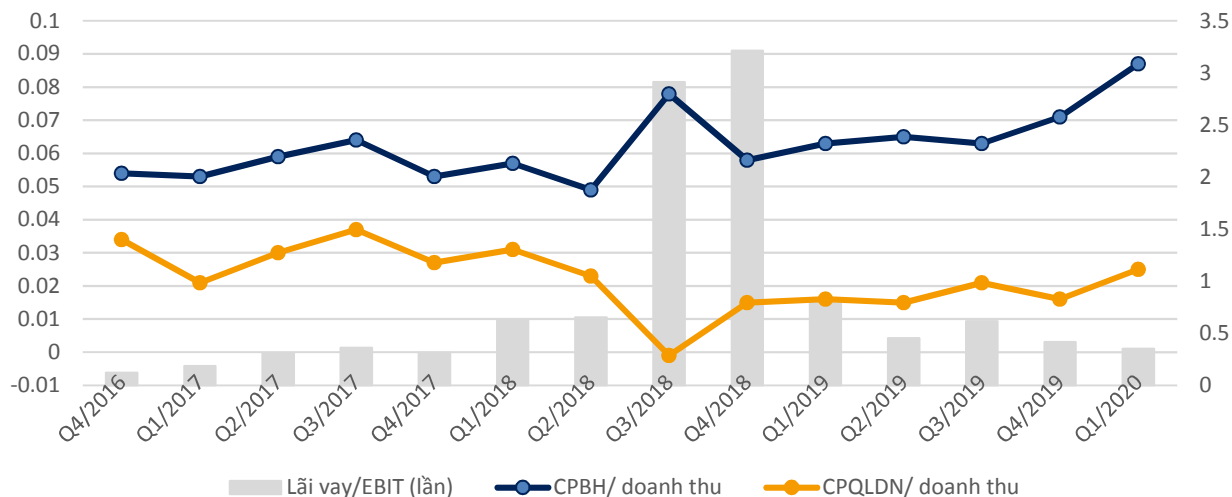


ソース:財務諸表, Bloomberg, BSC Research

企業アップデート

2019年～2020年度の上半期には、販売費用は前年同期比11.7%増の9,710億ドンであり、そのうち、社員費用は同41%増の3,520億ドンを達した。

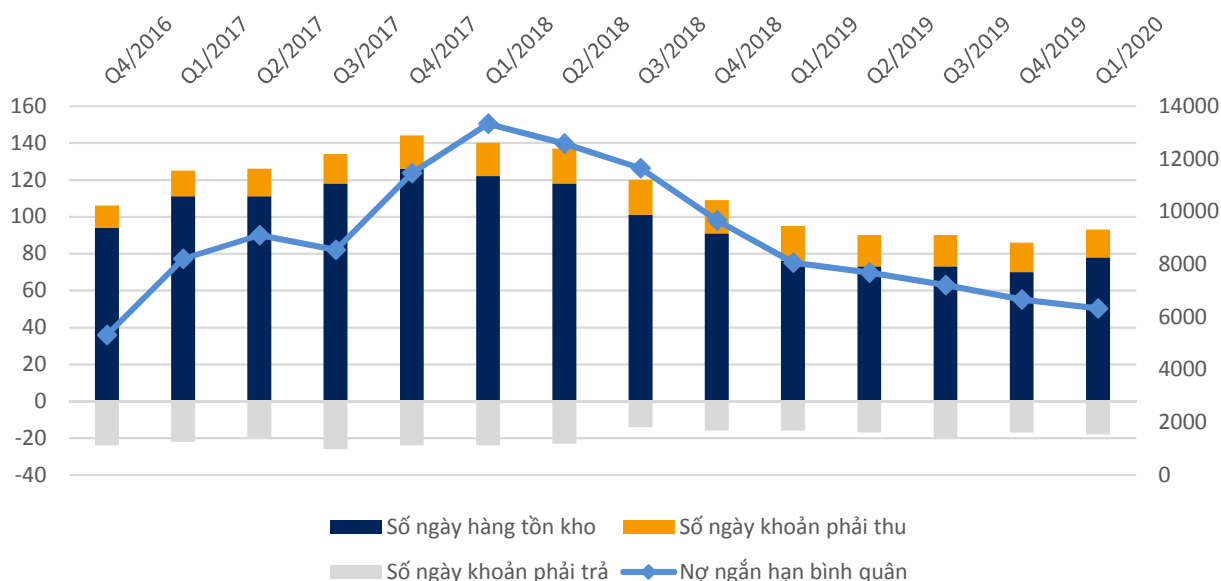
費用の割合



ソース: FiinPro, BSC Research

HSGは2018年第4四半期に在庫商品の処理に集中した後、在庫製品及び流動資本の管理に集中している。そのために、短期借入と借入コストが削減されている。2019年～2020年度の上半期には、平均借入は2018年～2019年度比22%減、2017年～2018年度比45%減の6兆5,000億ドンとなった。借入費用は前年同期比19%減の700億ドンとなった。

流動資本の効率



ソース:財務諸表, Bloomberg, BSC Research

業績予測

BSCは2020年には、HSGの消費量を前年比5.3%減の132万 t、売上高を同15.7%減の23兆6,270億ドン、税引後利益を同96.6%増の7,100億ドン、EPSを1,548VND/株、Pefwを6.5 x と予測しております。

HSGの業績予測

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Doanh thu thuần	17,894	26,149	34,441	28,035	23,627
% yoy	2.6%	46.1%	31.7%	-18.6%	-15.7%
Bán thành phẩm	13,187	16,428	18,306	15,030	11,945
% yoy		24.6%	11.4%	-17.9%	-20.5%
Bán hàng hóa	4,789	9,829	16,226	12,987	11,688
% yoy		105.3%	65.1%	-20.0%	-10.0%
Giá vốn hàng bán	13,717	21,731	30,464	24,836	20,102
Lợi nhuận gộp	4,177	4,418	3,977	3,199	3,525
% Biên LNG	23.3%	16.9%	11.5%	11.4%	14.9%
CP bán hàng	1,140	1,513	1,816	1,749	1,536
CP QLDN	901	801	896	471	473
EBIT	2,136	2,104	1,265	979	1,517
DT tài chính	38	54	179	63	17
CP tài chính	256	589	971	803	651
LNTT	1,906	1,643	528	462	887
LNST	1,503	1,332	408	361	710

ソース: BSC Research

評価

BSCはPE方法を基づくHSGの投資評価を2020年理論価格の1万2,400VND/株で「買い」と推奨しております。

		Giá trị một cổ phần (đồng/CP)				
		EPS (nghìn đồng/CP)				
	12,387	1.397	1.471	1.548	1.626	1.707
P/E	6.0	8,384	8,826	9,290	9,755	10,243
	7.0	9,782	10,297	10,839	11,381	11,950
	8.0	11,179	11,768	12,387	13,006	13,657
	9.0	12,577	13,239	13,935	14,632	15,364
	10.0	13,974	14,710	15,484	16,258	17,071
	11.0	15,372	16,181	17,032	17,884	18,778

Nguồn: BSC Research

HSG - ホアセングループ株式会社
財務分析
2020年6月2日

BSC

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020
売上高	6,911	7,228	6,350	6,585	5,779
売上総利益	781	970	841	953	1,076
財務収入	8	15	16	7	24
財務費用	(206)	(200)	(199)	(174)	(223)
借入利息	(195)	(178)	(186)	(158)	(152)
販売費用	(433)	(469)	(403)	(468)	(504)
管理費用	(113)	(108)	(137)	(105)	(142)
営業利益／損失	37	208	119	214	232
他の収入	10	8	(13)	6	(2)
税引前利益	47	216	106	220	230
税引後利益	56	161	92	181	201
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	56	161	92	181	201
EPS	145	380	217	427	475
短期資産	8,079	8,141	7,356	7,099	7,653
現金及び現金相当	371	308	365	508	381
短期未収金	1,761	1,568	1,339	1,318	1,316
在庫	4,527	4,923	4,548	4,271	4,994
他の短期資産	1,420	1,341	1,104	1,002	962
長期資産	10,286	10,046	9,870	9,626	9,330
長期未収金	160	169	227	232	219
固定資産	7,823	8,933	8,642	8,334	8,041
進行中である長期資産	1,797	471	576	649	662
他の長期資産	490	457	408	389	386
総資産	18,365	18,187	17,225	16,725	16,983
買掛金	13,139	12,801	11,757	11,082	11,143
短期負債	9,877	9,515	8,767	8,325	8,581
短期借入	7,653	7,723	6,706	6,625	6,029
長期負債	3,262	3,287	2,990	2,758	2,562
長期借入	3,258	3,282	2,986	2,754	2,558
株主資本	5,226	5,386	5,468	5,643	5,840
出資資本	3,850	4,235	4,235	4,235	4,235
未処分利益	1,161	937	1,021	1,193	1,395
総資本	18,365	18,187	17,225	16,725	16,983
売上高の成長率(%)	-10%	-30%	-26%	-13%	-16%
売上総利益率	11.3%	13.4%	13.2%	14.5%	18.6%
借入費用／売上高	2.8%	2.5%	2.9%	2.4%	2.6%
販売費用／売上高	6.3%	6.5%	6.3%	7.1%	8.7%
管理費用／売上高	1.6%	1.5%	2.2%	1.6%	2.5%
純利益率	0.5%	2.9%	1.9%	3.2%	4.0%

- 2019年～2020年度の上半期には、収入は消費量の減少及び亜鉛メッキ鋼板販売価格の下落により前年同期比14.4%減の12兆3,840億ドンを達した。

- 2019年～2020年度の売上総利益率は16.4%で、2018年～2019年度の9.6%から増加した。

- 借入コストは短期的な借入残高の減少で前年同期比19%減の700億ドンだった。

- 2019年～2020年度上半期の税引後利益は3,820億ドンで、年間計画の96%を達成した。

- 2019年～2020年度上半期の在庫は前年同期比18%減の4兆6,000億ドンだった。

- 2019年～2020年度上半期の短期的な借入は前年同期比22%減の6兆5,000億ドンだった。

- 販管費用／収入の比率は僅かに増加している傾向がある。

いくつかの基本的な財務指標

Q1 2019 Q2 2019 Q3 2019 Q4 2019 Q1 2020

1. 支払能力

流動比率	0.82	0.86	0.84	0.85	0.89
当座比率	0.36	0.34	0.32	0.34	0.31

- 支払い比率は安定的に維持している。借入支払い可能
が向上された

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.44	0.45	0.43	0.42	0.45
長期資産/総資産	0.56	0.55	0.57	0.58	0.55
負債比率/総資産	0.72	0.70	0.68	0.66	0.66
負債比率/株主資本	2.51	2.38	2.15	1.96	1.91
短期負債/総資産	0.54	0.52	0.51	0.50	0.51
長期負債/総資産	0.18	0.18	0.17	0.16	0.15

- 短期資産比率は減少している傾向がある。
- 借入比率は低下している。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	4.2	4.1	4.5	4.7	4.6
売掛金回転率	17.5	12.9	16.2	16.6	16.9
買掛金回転率	18.3	21.8	18.6	17.6	17.9
在庫日	86.9	89.0	82.0	77.2	78.7
売掛日	20.9	28.3	22.5	22.0	21.6
買掛日	19.9	16.7	19.6	20.8	20.3
現金回転率	87.9	100.6	84.9	78.4	80.0

- 棚卸資産回転期間は2~2.5ヶ月で維持している。
- 資産回転率は早くなったことで、借入圧力が軽減された。

4. 利益性

税引後利益/売上高(%)	0.8%	2.2%	1.4%	2.7%	3.5%
税引後利益/株主資本(%)	1.1%	3.0%	1.7%	3.2%	3.4%
税引後利益/総資産	0.3%	0.9%	0.5%	1.1%	1.2%
資産運用による収益/売上	0.5%	2.9%	1.9%	3.2%	4.0%

- 利益性は売上総利益率の改善及び財務費用の減少のおかげで、向上された。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	3.51	3.38	3.15	2.96	2.91
収入/総資産	0.38	0.40	0.37	0.39	0.34
EBIT/収入	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
EBT/EBIT	0.19	0.55	0.36	0.58	0.60
利鞘/税引前利益	1.19	0.75	0.87	0.82	0.87

- HSGのPEとPBIは0.8xである。

6. 評価

PE	32.0	17.3	9.8	6.4	7.0
PB	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8
EPS	145	380	217	427	475
簿価	12,934	12,143	12,344	12,793	13,263

7. 成長率(前年同期比)

総資産	-23%	-23%	-19%	-16%	-8%
負債	-27.9%	-30.4%	-27.0%	-24.4%	-15.2%
売上高	-9.8%	-30.0%	-25.9%	-12.7%	-16.4%
売上総利益率	-23.4%	-5.9%	12.7%	57.0%	37.8%
税引後利益	-41.8%	94.4%	-189.4%	198.6%	260.9%
EPS	-47.0%	76.6%	-181.3%	171.0%	228.3%

- 利益成長率は2019年第3四半期から向上されている。

テクニクハイライト

- ・ 現在傾向：上昇傾向
- ・ MACD指標：シグナル線の上にある。
- ・ RSI指標：買われ過ぎゾーンにある。
- ・ MA：EMA12はEMA26の上にある。

評価

HSGは2017年半から2020年1-3月期末まで長期的に下落した後、上昇している傾向にある。テクニク指標はHSGのポジティブな状態をサポートしている。直近の数週間には、売買高が段々増加しているのは投資家の関心度が強まっていると示した。RSI指標は買われ過ぎゾーンに入ったが、現在の上昇傾向が短期的に終了する兆しはない。HSGの最近の抵抗線は株価の10.5~11である。市場は引き続き活発に取引すれば、HSGは過去高値を戻す可能性がある。

推奨

投資家は株価の9.5のプラス圏で買うことができ、長期的に保有するべきだ。短期的な投資家は株価の12.5で一部に利益確定売ることができます。損切り値は株価の8.5の下である。

Đồ thị kỹ thuật



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

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 Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

Thuyết minh khuyến nghị:

Mua Mạnh: Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20% (đã bao gồm cổ tức).

Mua: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20% (đã bao gồm cổ tức).

Theo dõi: Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10% (đã bao gồm cổ tức)

N/A: Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

