

OUTPERFORM – 1年目標価格：52,900 ドン/株

現在価格 (2023年6月26日) : 44,700 ドン/株

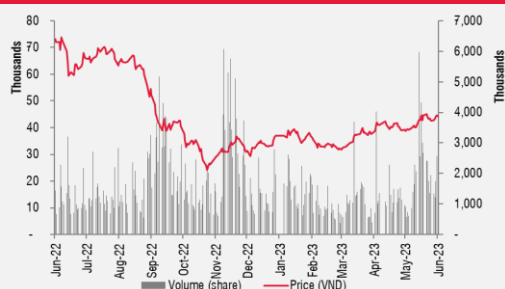
2023年6月27日

工業 - ベトナム

主要指数

時価総額 (百万ドル)	132
時価総額 (10億ドン)	3,106
発行済み株式数 (百万株)	70
52週間高値・安値 (千ドン)	76.4/22.4
3ヶ月間平均出来高 (株)	1,529,252
3ヶ月間平均売買代金 (百万ドル)	2.64
3ヶ月間平均売買代金 (10億ドン)	62.14
外国人保有比率 (%)	5.06
政府保有比率 (%)	0

HAH 株価及び出来高



出典 : Bloomberg

会社の解約

HAH はハイフォン市のハイアン港のオペレーターとして 2009 年に設立された。現在まで、物流ネットワークを徐々に拡大し、港湾運営、輸送、デポと物流センターの 3 つの主要な事業を持つようになった。ベトナムで完全に統合された物流ネットワークを所有することを目指している。現在、同社は主にベトナム北部で運営しており、ハイフォン市のハイアン港と、ハイフォン市の Dinh Vu 地区にある PAN-HAIAN デポがある。今後数年間の主な焦点としては、ベトナム中部及び南部で物流ネットワークを拡大することである。

2023年株主総会及び2023年第1四半期の実績

よりポジティブな変化へ

投資視点

- 新しい 1 年目標株価の 52,900 ドン/株で、OUTPERFORM の格付けを繰り返す。2024 年の親会社の税引後利益 (NPATMI) 予想を、最近の好況により、前年比横ばいの 5,540 億ドンに引き上げる。輸送料の継続的な回復により市場が本業種を再評価できると期待している。
- 株主総会に於いて、2023 年の NPATMI 目標を私たちの予測と比べ、より 10% 低下し、4,900 億ドン (前年比 40% 減) に設定する。
- 用船料はいくつかのプラスの変化 (底値から 15~20% 増) があるため、在庫削減が 2023 年第 3 四半期頃に終了し、本業種のファンダメンタルズが改善すると予想している。

財務指標

(10億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
純売上高	1,109	1,192	1,955	3,206	2,368	2,853
前年比	5.2%	7.5%	64.1%	63.9%	-26.1%	20.5%
粗利益	219	239	714	1,422	1,041	1,076
経常利益	162	184	668	1,336	955	973
EBITDA	290	331	858	1,608	1,307	1,603
EBIT	173	194	694	1,330	980	1,019
税引前利益	156	170	662	1,272	858	856
純利益	133	147	551	1,041	702	701
NPATMI	121	138	446	822	554	553
前年比	-10.2%	13.9%	222.1%	84.5%	-32.6%	-0.2%
EPS (VND)	2,417	2,801	8,767	11,217	7,563	7,550
BVPS (VND)	20,658	22,551	31,809	32,853	39,416	45,966
DPS (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ROA	7.6%	7.5%	20.7%	25.1%	12.9%	10.7%
ROE	10.7%	11.3%	34.0%	43.5%	22.0%	18.4%
配当利回り	8.4%	5.6%	1.5%	3.1%	2.2%	2.2%
資本金	1,255	1,336	1,902	2,887	3,496	4,104
総資産	1,828	2,095	3,232	5,049	5,866	7,268
純負債	77	239	308	907	978	1,746
負債資本倍率	0.26	0.34	0.42	0.46	0.50	0.57
P/E	4.90	6.39	7.73	2.88	5.95	5.96
P/B	0.57	0.79	2.13	0.98	1.14	0.98
EV/EBITDA	2.06	3.04	4.11	1.89	3.01	2.45

出典 : HAH, SSI Research

6月20日に、HAHは株主総会を開催し、2023年の計画と目標を設定し、前取締役会の任期（5年間）が満了したため、新しい取締役会を選出した。会議の重要な内容は以下の通りである。

株主総会の主な内容

- **2023年計画：**

2023年計画	2023P	%前年比	2022年実績
コンテナ取扱量 (TEU)	1,006,000	0.5%	1,001,317
売上高 (10億ドン)	2,959	-8.9%	3,249
NPATMI (10億ドン)	492	-40.1%	821

出典：SSI Research

同社は、ベトナムだけでなく、世界市場のコンテナ輸送業界の低迷により、料金が大幅に低下する（スポット料金は前年比 **70%**、レンタル料金は前年比 **50%**低下）ため、**2023年**に **NPATMI** 目標を **40%**引き下げる。取扱量に関して、新造船（2023年に3隻の新造船）と新しい国際サービス（ZIM-Haianの合弁会社、最近ブランド名が正式に Lotus Linkに変更済み）のより高い稼働力により、同社は全ての事業ライン（海運、港湾、デポ）の取扱量目標を若干増やす。

- 投資に関して、同社は船隊拡張の計画を進めると共に、**2022年末に新造船 Haian Rose** を受領し、**2023年第4四半期から四半期ごとに1隻ずつ、計4隻の新造フィーダー船**を受領する予定である。その総設備投資額は**1億2,000万ドル**となる。上記の投資サイクルの終了後、HAHはCovid-19前（7隻）よりもはるかに大きな**15隻の船隊**、ベトナム最大のコンテナ船隊を所有し続ける。同社は稼働率上、世界のコンテナ船社上位**100社**にランクされることを目標としている。
- 上記の投資金は利益剰余金（資本金増資のための**50%**株式配当で）と**5,000億ドン**の転換社債の発行から調達される。両方は株主総会で承認されている。転換社債は満期5年の長期債で、利率は最大年率**6%**、転換価格は転換時のHAH株の1株当たり純資産（BPS）の**1.1倍**以上である（2023年第1四半期末時点でHAH株のBPSの1.1倍は**37,000ドン/株**となる）。社債は市場の状況や管轄官庁の承認に応じて、**2023年又は2024年**に発行する予定である。
- **新取締役会**は、大株主である Sao A D.C.からの新任2名、及び新しい企業法を遵守するため、独立した取締役会メンバー2名を含み、合計**7名**（前年は5名）で**株主総会で選出・投票**される。現CEOのHai氏が新しい取締役会会長に任命され、Son氏（現会長）は取締役会から退任した。

2023年第1四半期の実績

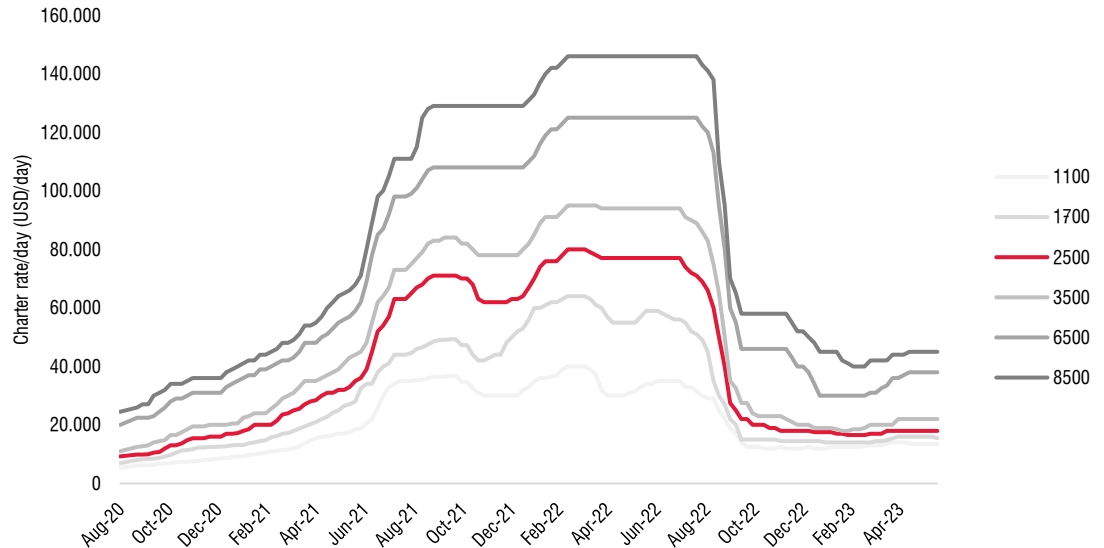
同社によると、2023年第1四半期は現在のコンテナ輸送業界の低迷サイクルの中で、最低の四半期であり、現時点では需要が低く、ピークシーズンではないため、スポット料金はCovid-19前に相当する。また、供給が増加する一方で需要が減少したため、国内市場でも供給過剰が生じた（国際用船契約の期間満了により、一部の船舶が国内市場に戻った）。その結果、国内のレンタル料金も第1四半期に**80%**下落し、本業界の一部の企業は損失を計上した。

HAHのNPATMIも、2023年第1四半期と同じ原因で、**40%**減少して**1,190億ドン**となった。ただし、HAHは依然として**40%**近くの市場シェア（取扱量**216,000 TEU**、前年同期比**1.3%**増）と変化のない売上高（**6,550億ドン**、前年同期比**0.4%**増）を維持した。同社は、国際用船料金が2023年第2四半期に回復し、国内市場が2023年8月から回復すると予想している。私たちのデータに

よると、本稿執筆時点で国際用船料は、後述する通りに、2023年3月の最低水準から約15～20%回復している。

業界の最新情報

チャート：コンテナ船のサイズに応じる用船料 (TEU)



出典：SSI Research、Harpex

2023年4月の最新レポート以来、コンテナ運賃（ドリュアリーの世界コンテナ指数で観測）は週間で10%下落し続け、40フィートコンテナ当たり1,535ドルとなった。これは、輸送コンテナの需要が引き続き減少していることを示す。在庫削減の強化は進行中であり、来月に終了する可能性があると考えている。従って、コンテナ海運業界は2023年下半年に、ある程度回復できるという仮定を維持する。本業界の一部の関係者（船会社、船舶運航者など）の見方も同様である。スポット料金は依然として低下しているものの、6～12ヶ月の用船料金は3月の安値から15～20%回復している。これは、業界関係者が消費者の支出に対してより楽観的であり、今後数カ月の見通しが料金上昇を支えることを示している。

見通し

最新のレポート（[リンク](#)）以来、コンテナ海運業界は予想通り改善し、よりバランスの取れた状態に戻り、需要回復の期待が膨らんでいる。クラークソンのデータに基づき、供給の面では、海運会社が供給を制御し、船速力を低下し（2023年5月には平均船速が前年同期比5%減）、船舶の破損を増加している（データは年初と比べて、2021年と2022年の合計よりも高い）。用船料が下限から15～20%改善することは、在庫削減の完了後、今後の需要に対応する能力が大幅に増加していることが見えるため、運送業者がより良い立場にあることを示している。上記の動きに基づき、HAHの2024年の見通しは今までより前向きであると考えているが、2023年から2025年にかけて、新たな輸送能力（現在の船隊輸送能力の約30%）によるリスクを排除しない。これは料金と船舶需要に圧力がかかる可能性がある。2023年下半年から改善されるという会社の見通しに同意しており、2023年のNPATMIが同社の目標より約10%高いと予想している。

具体的には、2023年の予測を維持し、2024年のいくつかの予測を次のように変更する。

(推定) 1700TEU 船舶の平均レンタル料金：2023年には19,500ドル/日、2024年には16,000ドル/日に達する(2024年に12,000ドル/日の以前の推定と比べる)

- 船隊構成：内航船3隻、定期用船12隻
- 国内の平均スポット料金は、2023年に前年比40%減少し、2024年に前年比20%上昇する見込みである。
- 国内取扱量は2023年に前年比20%減、2024年に8%増となる。
- 燃料価格は2023年に25%下落し、2024年に横ばいとなる。

外需の回復により、2024年に国内取扱量が前年比8%回復すると予想している。これにより、Lach Huyen 港と Cai Mep 港地域に於いて投入材料の輸送や完成品のフィーダー港から深海港への輸送需要が増加する。

(10億ドン)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
純売上高	488	778	1,054	1,109	1,192	1,955	3,206	2,368	2,853
純売上高伸び率	-7.1%	59.5%	35.5%	5.2%	7.5%	64.1%	63.9%	-26.1%	20.5%
粗利益	167	204	219	219	239	714	1,422	1,041	1,076
粗利益率	34.2%	26.2%	20.8%	19.8%	20.1%	36.5%	44.4%	44.0%	37.7%
金融収入	21	17	15	15	17	26	39	27	49
金融費用	-6	-6	-10	-17	-25	-33	-76	-122	-163
販管費	-32	-45	-61	-67	-68	-85	-114	-85	-113
他の純収入	1	0	23	3	0	20	-27	0	0
税引前利益	149	173	188	156	170	662	1,272	858	856
純利益	134	153	159	133	147	551	1,041	702	701
NPATMI	134	147	135	121	138	446	822	554	553
NPATMI 伸び率	-19.9%	10.1%	-8.2%	-10.2%	13.9%	222.1%	84.5%	-32.6%	-0.2%
EPS (VND)	5,648	4,166	2,691	2,417	2,801	8,767	11,217	7,563	7,550

出典：SSI Research

全体として、HAHのNPATMIが2023年に5,540億ドン(前年比33%減)まで急減し、2024年に5,530億ドン(前年比0.2%減)で横ばいになると予測している。NPATMIの結果は稼働率が40%上昇し(4隻の新造船から)、平均用船料が低下する一方、国内レンタル料金と取扱量が前年比で改善する仮定に基づいている。

投資視点

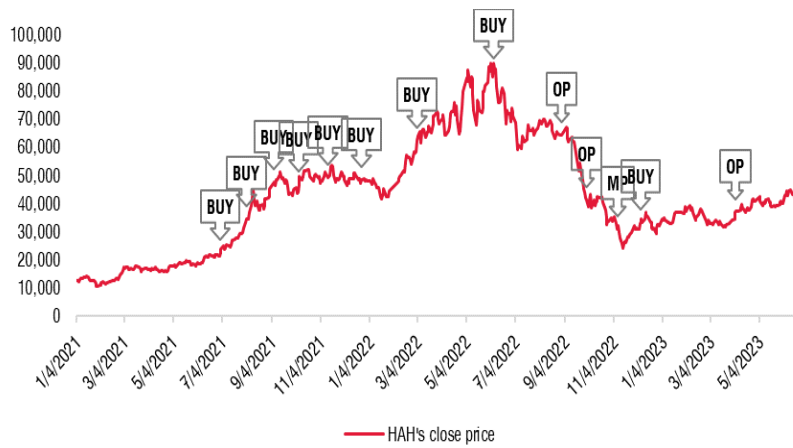
最新のレポート(OUTPERFORMの格付け)以来、株価は27%上昇した。従って、今後数ヶ月で業界の見通しはさらに前向きになり、予想した通りに、株価の再評価も行われる可能性がある。現在の株価で、HAH株は2024年の6倍の予想P/Eと0.98倍のP/Bで取引されている。

本業界はまだ回復の初期段階にあるため、今後数ヶ月で業界のファンダメンタルズがさらに改善すること(発注の増加、スポット料金の上昇など)が、業界全体の株価の再評価を支えると予想している。長期的な投資の観点に基づき、HAH株の2024年の新たな目標P/Eを7倍、新たな1年目標価格を**52,900ドン/株**(約20%のアップサイド)に設定し、**OUTPERFORM**の格付けを維持する。そして、下落セッションは株式の買取チャンスとなる。

短期的には、現時点ではスポット市場が依然として低迷しているため、2023年第2四半期の利益は低水準にとどまると予想しているが、これは市場の予想通りであり、株価へのマイナスの影響は大きくない。

下振れリスクとしては、原油価格の上昇、又は 2023 年下半期に私たちが想定した需要と発注の回復が遅れることが挙げられる。

推奨の履歴



出典 : Bloomberg、SSI Research

別紙：年次財務諸表

10億ドン	2021	2022	2023F	2024F
バランスシート				
+ 現金	485	415	762	575
+ 短期投資	87	140	140	140
+ 短期売掛金	633	979	727	876
+ 在庫	48	78	58	78
+ その他短期流動資産	34	132	98	119
流動資産合計	1,287	1,745	1,785	1,788
+ 長期売掛金	0	113	83	100
+ 固定資産	1,536	2,744	3,617	4,933
+ 投資不動産	0	0	0	0
+ 進行中の長期資産	7	45	45	45
+ 長期投資	148	140	140	140
+ その他長期資産	255	262	195	261
長期資産合計	1,945	3,305	4,081	5,480
総資産	3,232	5,049	5,866	7,268
+ 流動負債	621	910	681	912
その中、短期債務	234	318	236	317
+ 固定負債	710	1,252	1,689	2,251
その中、長期債務	559	1,004	1,504	2,004
総負債	1,330	2,162	2,370	3,163
+ 拠出資本	488	703	703	703
+ 資本剰余金	192	192	192	192
+ 留保利益	592	1,025	1,376	1,726
+ その他資本	631	966	1,225	1,483
株主資本	1,902	2,887	3,496	4,104
総資本（資本+負債）	3,232	5,049	5,866	7,268
キャッシュフロー（CF）				
営業活動によるCF	790	1,295	1,199	1,203
投資活動によるCF	-650	-1,661	-1,200	-1,900
財務活動によるCF	124	299	348	510
現金の純増	264	-67	347	-188
開始残高	221	485	415	762
最終残高	485	415	762	575
当座比率				
流動比率	2.07	1.92	2.62	1.96
酸性試験比率	1.94	1.69	2.39	1.74
現金比率	0.92	0.61	1.32	0.78
EBITDA 対純負債	0.32	0.38	0.72	0.85
インタレスト・カバレッジ	21.61	23.26	8.04	6.27
売上債権回転日数	35.6	26.9	31.9	24.8
買掛金回転日数	24.1	23.3	35.6	26.5
在庫回転日数	13.8	13.0	18.8	14.0
資本構成				
資本比率	0.59	0.57	0.60	0.56
総資産に対する払う義務の割合	0.41	0.43	0.40	0.44
資本に対する支払う義務の割合	0.70	0.75	0.68	0.77
負債資本倍率	0.42	0.46	0.50	0.57
短期負債比率	0.12	0.11	0.07	0.08

10億ドン	2021	2022	2023F	2024F
損益計算書				
純売上高	1,955	3,206	2,368	2,853
売上原価	-1,241	-1,784	-1,327	-1,777
粗利益	714	1,422	1,041	1,076
財務活動による利益	26	39	27	49
財務活動による費用	-33	-76	-122	-163
関連会社投資利益	0	0	0	0
販売費	0	0	0	0
管理費	-85	-114	-85	-113
経常利益	642	1,300	858	856
その他利益	20	-27	0	0
税引前利益	662	1,272	858	856
純利益	551	1,041	702	701
親会社株主に帰属する純利益	446	822	554	553
少数株主持分	105	219	148	147
基本 EPS (VND)	8,767	11,217	7,563	7,550
BVPS (VND)	31,809	32,853	39,416	45,966
配当 (VND/株)	1,000	1,000	1,000	1,000
EBIT	694	1,330	980	1,019
EBITDA	858	1,608	1,307	1,603
伸び率				
売上高	64.1%	63.9%	-26.1%	20.5%
EBITDA	159.4%	87.4%	-18.7%	22.6%
EBIT	258.7%	91.5%	-26.3%	4.0%
純利益	275.6%	89.0%	-32.6%	-0.2%
株主資本	42.4%	51.8%	21.1%	17.4%
資本金	0.0%	44.2%	0.0%	0.0%
総資産	54.3%	56.2%	16.2%	23.9%
バリュエーション				
P/E	7.7	2.9	5.9	6.0
P/B	2.1	1.0	1.1	1.0
P/売上高	1.7	0.6	1.3	1.1
配当利回り	1.5%	3.1%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	4.1	1.9	3.0	2.5
EV/売上高	1.8	0.9	1.7	1.4
収益性分析				
粗利率	36.5%	44.4%	44.0%	37.7%
売上高営業利益率	34.2%	41.7%	40.3%	34.1%
純利益率	28.2%	32.5%	29.6%	24.6%
販売費比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理費比率	4.3%	3.5%	3.6%	4.0%
ROE	34.0%	43.5%	22.0%	18.4%
ROA	20.7%	25.1%	12.9%	10.7%
ROIC	25.7%	31.5%	17.0%	14.3%

出典：HAH、SSI Research

1. 免責事項

このレポート内の情報、意見、見通しは信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は作成時点の最新情報に基づき熟考されたものであり、公正で合理的なものとなっております。これらの意見は予告なく変わる可能性があります。また、このレポートは投資勧誘を目的としたものではありません。弊社及びその関連会社は本資料に記載された会社の証券等を自己勘定で売買することがあり、また当該企業に対し投資銀行業務を行なう場合があります。

このレポートは提供されたお客様限りでご利用下さい。弊社は本資料による直接的、間接的損失に関して一切の責任を負いません。投資に関する最終決定はお客様自身の判断と責任でなされるようお願い致します。

2. 問い合わせ先情報

Hoàng Việt Phương	部長	phuonghv@ssi.com.vn
Nguyễn Thị Anh Thư	アシスタント	thunta2@ssi.com.vn