



ベトナム 個別銘柄 レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965
ホームページアドレス: http://www.news-sec.co.jp

ホアン・アイン・ザーライ (HAG)

—不動産から農園経営へ、ベトナムからラオス、カンボジア、ミャンマーへ—

会社概要

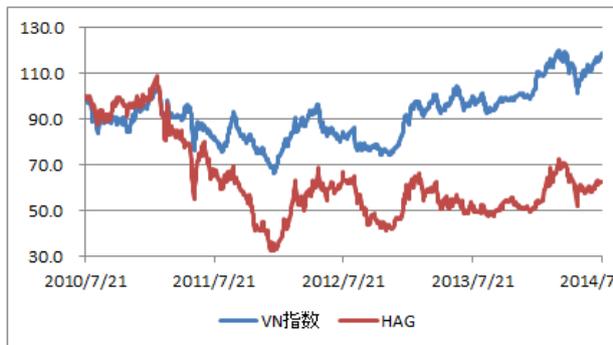
ホアン・アイン・ザーライ (HAG) は、木材製品の加工販売会社として、1993年に設立されました。そして、2008年、ホーチミン証券取引所に上場しました。HAGは、上場で調達した資金を基にして、多角経営に乗り出しました。マンションの開発・販売を行う不動産事業を中核にして、水力発電事業、鉱山開発事業、天然ゴム農園経営と多角化を進めていきました。

HAG 日足 (2010年7月21日~2014年7月21日)



(データはブルームバーグ、単位はベトナムドン)

HAGの株価とVN指数の相対比較チャート



(データはブルームバーグ、単位はベトナムドン、2010/7/21を100として)

当時、ベトナム株への投資に関心の高かった投資家の方々の多くは、ホアン・アイン・ザーライ (HAG) を、ベトナムを代表する大型優良株のひとつと考えていたと思います。

直近4年間で、ベトナムのブルーチップの多くの株価が、相対的に高いパフォーマンスを残している一方で、HAGの株価は、そのなかで最もパフォーマンスが低かった銘柄のひとつとなっています。

多くの投資家が大型優良株と考えていた HAGの株価は、なぜ長期間の低迷を余儀なくされたのでしょうか?その理由について考えてみます。

まず、本拠地のザライ省、ホーチミン市、ダナン市を中心としたマンションの開発・販売からの収益が悪化したことです。その原因のひとつは、2011年から始まったハイパー・インフレ退治のための金融引締策と、不動産投資への融資規制により、HAGの不良在庫が急速に積み上がったことです。

次に、多角化の一環として展開していた水力発電事業と鉱山開発事業は、その収益性の低さに加え、森林破壊や洪水など環境問題から事業が遅延し、本業の収益低下の穴埋めに貢献できませんでした。

最後に、天然ゴムの植林計画についてです。HAGは、2007年から天然ゴムの植林を進めています。現在、44,500ヘクタール (ha) の植林を完了していますが、天然ゴムは植林から5年間は収穫が期待で

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会

主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

きませんので、HAG の収益に本格的に寄与し始めるのは、2012 年以降ということになります。従って、ここ数年間のホアン・アイン・ザーライ (HAG) の収益に、天然ゴム事業は寄与していませんでした。

これらの理由から、HAG の財務体質が悪化し、株価の長期低迷につながっていったと考えています。

また、4 年前も、現在も、HAG の外国人持株比率は約 31%です。海外投資家の取得コストを知る術はありませんが、塩漬けになったままの株式が多く存在していると想像しています。期待通りの優良株になれず、投資家にマイナスのイメージを植え付けてしまったことも、株価の戻りの鈍さに影響を与えていると考えています。

大きな変貌を遂げつつある事業構成

左下の表は、2012 年と 2013 年の HAG の売上構成比の比較です。

2012 年の売上構成では、マンションの開発・販売が 64.4%を占めていますが、2013 年には 8.9%まで低下しています。一方、2013 年の売上構成比でトップの 30.2%となっている砂糖(サトウキビ)は、2012 年には売上がありませんでした。同様に、天然ゴムの売上比率も、2012 年の 1.1%から、2013 年は 8.7%に上昇しています。

不動産の売上比率が急減したのは、HAG が保有する 12 件の開発プロジェクトを、HAG の 100%子会社アンフー社 (An Phu Company) に売却したことによります。アンフー社は、HAG から引き継いだ不動産の売却と、銀行債務の返済を担う債権回収会社として設立され、その使命を果たしたのちは、解散することになっています。アンフー社の事業の成否もまた、HAG の構造改革の鍵を握っています。

ホアンアイン・ザーライ(HAG)の売上構成

2013年		2012年	
販売品目	構成比率	販売品目	構成比率
砂糖	30.2%	マンション	64.4%
建設請負	19.3%	建設請負	10.9%
商品	11.9%	鉱産物	8.2%
マンション	8.9%	商品	8.0%
天然ゴム	8.7%	サービス役務	4.4%
鉱産物	8.3%	電力	3.2%
サービス役務	8.3%	天然ゴム	1.1%
電力	4.4%	砂糖	0.0%
	100.0%		100.0%

(HAGの2013年アニュアルレポートより、弊社作成)

今後の中核事業

農業(プランテーション)事業
天然ゴム、砂糖、パーム油、トウモロコシ、肉牛、乳牛の生産拡大
不動産事業 (ミャンマー)
ミャンマーのヤンゴン市での複合センターの開発案件に注力
今後の撤退(縮小)事業
水力発電事業
国内発電所を売却し、ラオスでの事業に集約することを計画
鉱産事業
事業を売却する計画
不動産事業 (ベトナム)
子会社に、ベトナム国内の開発資産を売却

(HAGの2013年アニュアルレポートより弊社作成)

利益率の低い部門から撤退し、利益率の高い部門に経営資源を集中

HAG は、ベトナム国内の不動産プロジェクトを、子会社に売却したことに加えて、2015 年までに、小規模で利益率の低い水力発電所と鉱産事業の売却を検討しています。そして、不動産事業は、ミャンマーのヤンゴン市で開発が進められている複合商業センター案件に集約されます。同事業が、HAG の収益に寄与するのは 2015 年からです。

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会
主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

今後、HAGは利益率の高いプランテーション農園経営に注力していく方針です。砂糖(サトウキビ)に加えて、2014年からは、天然ゴムの生産が拡大し、トウモロコシの生産が始まります。2015年には、パーム油の生産と、肉牛・乳牛の飼育と牛乳の生産も開始される予定です。

2014年第1四半期および2013年12月期通期決算の状況

下の表は、HAGの直近の収益計算書とバランスシートです。

ホアンアイン・ザーライ(HAG)の2014年第1四半期(2014/1/01-2014/3/31)及び2013年通期の収益計算書

項目	第1四半期			通期		
	2014年	2013年	伸び率(%)	2013年	2012年	伸び率(%)
売上高・営業収益	924,768	721,785	28.12%	2,771,219	4,394,478	-36.94%
売上原価	493,751	382,277	29.16%	1,575,093	3,193,912	-50.68%
売上総利益	431,016	339,508	26.95%	1,196,126	1,200,566	-0.37%
販管費・その他営業費用	65,695	113,565	-42.15%	400,299	411,588	-2.74%
営業利益	365,322	225,943	61.69%	795,827	788,978	0.87%
税引前利益	399,120	107,460	271.41%	998,504	524,889	90.23%
少数株主持分	26,742	37,393	-28.49%	125,789	15,274	723.56%
純利益	372,025	85,691	334.14%	846,072	349,964	141.76%
EPS(ドン)	518	142	264.53%	1,315	582	126.02%
加重平均株式数(100万株)	718.2	603.0	-	643.6	601.3	-

(データはブルームバーグ、単位は100万ドン)

ホアンアイン・ザーライ(HAG)の2014年第1四半期および2013年通期のバランスシート

	2014/3/31	2013/12/31		2014/3/31	2013/12/31
資産			負債及び自己資本		
現金及び現金同等物	1,429,107	2,448,256	買掛金	706,902	653,724
短期投資	150,378	150,378	短期借入金	2,647,487	3,129,670
売掛金・受取手形	1,398,776	1,146,872	その他流動負債	1,214,688	1,175,877
棚卸資産	1,967,023	1,838,006	流動負債総額	4,569,077	4,959,271
その他流動資産	4,427,594	4,157,034	長期借入金	12,146,984	11,128,674
流動資産総額	9,372,878	9,740,545	その他固定負債	206,372	205,298
総長期投資	4,571,440	4,180,059	固定負債合計	12,353,356	11,333,973
固定資産純額	14,929,117	14,070,450	負債合計	16,922,433	16,293,243
固定資産総額	15,444,453	14,522,024	少数株主持分	696,631	667,287
減価償却累計額	515,336	451,573	資本金・払込剰余金	10,725,986	10,725,986
その他固定資産	1,969,050	1,822,125	剰余金・その他持分	2,497,435	2,126,663
固定資産合計	21,469,608	20,072,634	自己資本合計	13,920,052	13,519,936
資産合計	30,842,485	29,813,179	総資本(負債+資本)	30,842,485	29,813,179

(データはブルームバーグ、単位は100万ドン)

2013年通期の連結売上高は前年比37%減の2兆7712億ドン、売上総利益は同0.4%減の1兆5751億ドン、純利益は同142%増の8461億ドンとなっています。減収は、不動産事業売却によりマンション販売が、2012年の2兆8294億ドンから2475億ドンに急減したことによります。一方、増益は、利益率の高い製糖事業が主力の収入源になったことによります。これを反映して、2013年の売上総利益率および純利益率は、43.16%、30.53%と、2012年の27.32%、7.96%から大幅に改善しています。

2014年第1四半期の連結売上高は前年同期比28%増の9248億ドン、売上総利益は同27%増の4310

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会
主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン))が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965
 ホームページアドレス: <http://www.news-sec.co.jp>

億ドン、純利益は同 334%増の 3720 億ドンとなっています。事業別の売上は、製糖が 53.2%と比率を高めています。マンション販売は 9.6%と低下しています。また、売上高総利益率は 46.61%、純利益率は 40.23%でした。

農園 (プランテーション) 事業の拡大

HAG の天然ゴム農園の栽培面積は、ベトナム中央高原のザライ省とダクラク省で 8,800 ヘクタール、カンボジア北東部のラタナキリ州で 9,700 ヘクタール、ラオス南部のアッタプー県で 26,000 ヘクタール、合計 44,500 ヘクタールとなっています。これらゴム農園の開発は、2007 年から始まり、2013 年末までに終了しています。農園は、3ヶ国にまたがっていますが、お互いに近接しており、半径 200Km の範囲のなかに収まっています。樹液が採取できる樹木の栽培面積は、2013 年末時点で全体の約 16%に過ぎませんが、毎年、拡張が続き、2018 年には 100%に達する見込みです。

直近 1 年以上、中国からの需要減と、生産の増加から、天然ゴム価格の低迷が続いていますが、HAG の農園の生産コストは、ベトナム平均の生産コストよりも低く、高い利益率を維持しています。

ホアンアイン・ザーライ(HAG)のプランテーション事業

農園事業	主要事業国	持株比率	生産開始	栽培面積(2013年)	栽培面積(2015年)
天然ゴム	ラオス・カンボジア	92.13%	2012年	44,500	44,500
砂糖(サトウキビ)	ラオス	92.12%	2013年	5,530	8,000
パーム油(アブラヤシ)	カンボジア	92.13%	2015年	12,300	30,000
トウモロコシ	ラオス・カンボジア	92.13%	2014年	2,000	10,000
合計		-	-	64,330	92,500

(HAGの2013年アニュアル・レポートのデータに基づき弊社作成、単位はヘクタール)

2013 年から収穫が始まったサトウキビの栽培面積は、8,000 ヘクタールまで拡張する計画となっています。HAG によると、2013 年の 1 ヘクタール当たりのサトウキビの収穫量は 120 トンと、周辺諸国の収穫量 60 トンから 80 トンと比べて、高い収穫力を示しています。2013 年の砂糖売上は、HAG の年間目標 6380 億ドンを上回る 8380 億ドンに達しています。2013 年通期の売上に占める砂糖の比率は 30%でしたが、2014 年第 1 四半期は 53%まで上昇しており、現在では、HAG を支える大黒柱の事業に成長しています。ラオスのアッタプー県のサトウキビ農園のとなりに、1 日のサトウキビ処理能力が 7,000 トンの製糖工場が建設されています。

トウモロコシ農園は、2,000ヘクタールの試験栽培を経て、5,000ヘクタールまで開発が進んでいます。2015 年までに、10,000ヘクタールまで拡大する予定です。HAG は、イスラエルから最新の栽培技術を取り入れ、高い収穫力と低い生産コストを実現しています。生産されたトウモロコシは、ベトナムに逆輸出され、主として家畜の飼料として利用されます。また、肥料やバイオ燃料の原料としても利用されます。ベトナムは、トウモロコシの輸入国ですので、不足分を HAG の生産分で補うことが可能です。2014 年から売上に貢献することが期待されています。

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会
 主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

お問い合わせ フリーダイヤル:0120-411-965
ホームページアドレス: http://www.news-sec.co.jp

HAG は、2012 年からアブラヤシの植林を始め、2013 年末までに、12,300 ヘクタール（カンボジア 10,300 ヘクタール、ラオス 2,000 ヘクタール）の植林を終えています。そして、2015 年までに 30,000 ヘクタールまで拡大する計画です。アブラヤシは、天然ゴムと比較して、投資コストが低いことが魅力です。植林してからパーム油が採取できるようになるまでの期間も 3 年間と短く、アブラヤシの寿命は、ゴムの木と同じ 25 年から 30 年です。パーム油は、2015 年から HAG の収益に貢献し始め、2018 年に栽培面積の 100%が収穫面積となります。ベトナムはパーム油の需要のほぼ全量を輸入に頼っていますので、将来、カンボジアやラオスで生産された HAG のパーム油が、ベトナムに輸出される可能性は、高いと考えています。

ミャンマーのヤンゴン市での複合センター開発

ホアン・アイン・ザライ (HAG) は、ミャンマーの最大都市ヤンゴン市で、複合商業センター開発プロジェクトを行っています。総投資額は 4 億 4000 万ドル、開発期間は、2013 年から 2016 年となっています。2011 年、HAG は、70 年間のリース契約を結び、2012 年、建設・運営・譲渡方式 (BOT) により、開発が始まりました。2015 年第 1 四半期に商業センターとオフィスビル、第 2 四半期に 5 つ星ホテルが、それぞれ開業し、HAG の収益に、2015 年から貢献を始める予定です。

外資規制緩和により、有望な投資国として、外国企業のミャンマー進出意欲は高く、ヤンゴン市内のオフィスビルやホテルは、慢性的にひっ迫している状況が続いています。

ホアン・アイン・ザライ(HAG)のミャンマー、ヤンゴン市の複合商業センター開発案件

	案件	床面積(室数)	開業予定
第1期工事 (総投資額:2億ドル) (開発期間:2013年~2014年)	商業センター	161,000㎡	2015年第1四半期
	オフィスビル No.1		2015年第1四半期
	5つ星ホテル	480室	2015年第2四半期
第2期工事 (総投資額:2億4千万ドル) (開発期間:2015年~2016年)	オフィスビル No.2	63,800㎡	未定
	サービス・アパートメント	1,800室	未定

(HAG Landのデータを使用し弊社作成)

また、第 2 期工事では、オフィスビルと、家具が備わったサービス・アパートメントが建設される計画となっています。

食肉、牛乳事業への新規進出

2014 年 6 月 9 日、HAG は、ヌティ・フード (Nutifood) および、国営サイゴン・トレーディング・グループ (サトラ) 傘下の食肉 (豚肉及び牛肉) 加工大手ビッサン (Vissan) との間に、「乳牛・肉牛農場および食肉加工施設建設プロジェクトに対する共同投資契約」を締結したことを発表しました。

同プロジェクトの投資総額は 6 兆 3000 億ドン、開発期間は、2014 年から 2017 年、最終的には、120,000 頭の乳牛と、116,000 頭の肉牛を飼育する計画です。2014 年は、40,000 頭から 60,000 頭の肉牛を輸入し、2015 年に出荷される予定となっています。

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会
主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

お問い合わせ フリーダイヤル: 0120-411-965

ホームページアドレス: http://www.news-sec.co.jp

スティ・フードは、ザライ省トラダ工業団地内に、スウェーデンの最新技術を導入した牛乳生産工場を建設し、その第1期工事が終了した時点での牛乳の年間生産能力は、2億9000万リットルを予定しています。また、ビッサンは、ロンアン省に、年間処理能力が10万トンの食肉加工施設を建設することになっています。同事業がHAGの収益に貢献するのは、2015年決算からの予定です。

ホアン・アイン・ザーライ(HAG)の牛肉(食肉)および牛乳事業

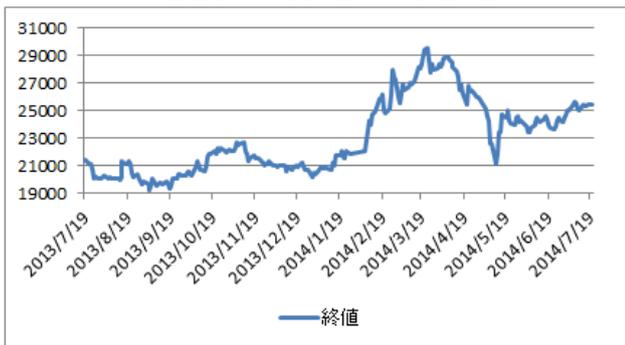
開発期間と総投資額	事業概要
第1期事業 (総投資額:3兆1500億ドン) (開発期間:2014年~2015年)	・飼育予定数は、乳牛120,000頭、肉牛116,000頭 ・2014年は、40,000~60,000頭の肉牛を輸入予定
第2期事業 (総投資額:3兆1500億ドン) (開発期間:2016年~2017年)	・600haの飼育施設と3,400haの牧草地から事業開始 ・2014年9月より、牛乳工場を建設開始予定

(HAGのプレスリリースを基に弊社作成)

直近1年間の株価の動き

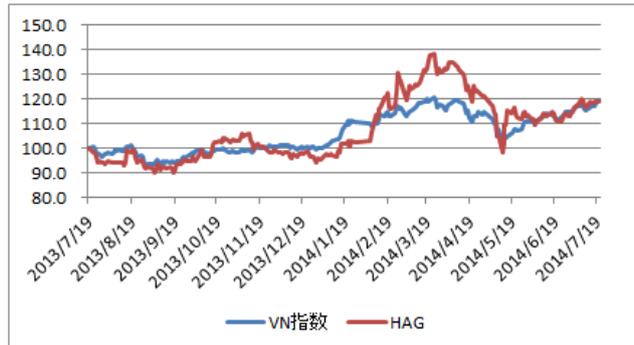
直近1年間のホアン・アイン・ザーライ (HAG) の株価と、VN指数の上昇率を比較してみると、概ねHAGの株価と、VN指数は連動しています。

HAG 日足 (2013年7月19日~2014年7月21日)



(データはブルームバーグ、単位はベトナムドン)

HAGの株価とVN指数の相対比較チャート



(データはブルームバーグ、単位はベトナムドン、2013/7/19を100として)

基本情報 (2014年7月21日現在)

直近株価 (2014/7/21) ドン	25,400	PER (直近12ヶ月)	14.41
52週高値 (2014/3/21) ドン	29,700	PER (今後12ヶ月)	15.92
52週安値 (2013/9/5) ドン	19,500	ROE (2013年)	7.5
騰落率 (1ヶ月)	5.83%	配当金 (直近12ヶ月)	500
騰落率 (3ヶ月)	1.60%	配当利回り	1.97%
騰落率 (6ヶ月)	14.93%	発行済株式数 (百万株)	718.2
騰落率 (12ヶ月)	18.70%	時価総額 (百万ドン)	18,242,280

(データはブルームバーグ、ホーチミン証券取引所)

HAGの経営の軸足は、利益率の低い事業を分離し、高い利益率の見込める本拠地のザライ省、ラオス、カンボジアを中心とした農園経営と、ミャンマーの不動産開発事業に移行しつつあります。

ニュース証券株式会社【関東財務局長(金商)第138号】

加入協会 日本証券業協会

主な事業 金融商品取引業

外国株式は、価格変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、会計基準変更リスク、流動性リスク、取引相手先リスク(カウンターパーティーリスク)、機会損失、その他リスクがあります。ご投資をする際には、上記価格変動及び為替変動により投資元本を下回るおそれがありますので、約款・投資ガイド及び契約締結前交付書面をよくお読みいただき、商品特性やリスク及びお取引ルール等を十分ご理解の上、投資家ご本人様の判断にて行ってください。ベトナム株式への投資には、取扱手数料(【対面取引の場合】約定代金×2.10%(最低手数料800,000ドン)、が必要です。外国株式の売買にあたり、円貨と外貨を交換する場合には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。



ベトナム 個別銘柄 レポート

ホアン・アイン・ザーライ (HAG) の株価は、南シナ海での中越間の緊張の高まりの影響による株価急落前の水準に戻っていますが、3月21日につけた52週高値から比較すると、その株価の反発は緩やかです。

これまで説明してきましたように、HAGの収益構造は、2012年から2013年と大きく変貌を遂げつつあります。2014年から2015年にかけて、新規事業からの売上が大幅に伸びてくると予想されています。

現在の株価には、直近4年間で最も株価パフォーマンスが悪かった大型優良株のひとつという投資家のマイナス・イメージが残っている可能性があると考えられます。過去の多角化への失敗から、農業や畜産事業への進出を、安易な多角化と捉える考え方もあります。ここ3年間、市況の低迷が続く天然ゴム価格、粗糖、パーム油の最近の市況も芳しくはありませんので、これら商品市況の回復に対する懸念も含まれているかもしれません。また、ミャンマーの不動産市況も既に過熱化しているかもしれない不安が株価に織り込まれている可能性も考えられます。

しかし、HAGのプランテーション農園は、人件費など生産コストの低いラオス、カンボジアを中心に、半径200km以内の地域に展開し、最新の生産技術を導入して、近隣諸国の農園よりも高い収穫性を維持してします。例えば市況が低迷しても、相対的に高い価格競争力を持っていますし、家畜事業では、生産コストに影響する飼料を、HAGで生産したトウモロコシを利用し、牛糞などは農園の肥料として再利用することにより、農園事業と畜産事業との間に、コスト削減の相乗効果を図ろうとしており、その経営戦略は高く評価されます。

また、HAGのヤンゴン市の複合商業センター開発は、外国企業の不動産開発としては、かなり初期の段階に始まっています。いずれバブル崩壊の危機も高まってくるでしょうが、その時期は、もう少し先の話と考えています。

HAGの売上は、収穫が可能となる天然ゴムとアブラヤシの栽培面積が増えていきますので、2013年を底にして上昇に転じ、2015年は大きく伸びていくことが予想されています。特に収穫量が伸びるのは、2015年ですし、ミャンマーからの不動産事業収入が初めて計上されるのも、畜産業からの売上貢献が始まるのも2015年です。

2015年に起きると予想されているHAGの収益の伸びと収益構造の大きな変化に期待して、今後のHAGの業績と株価に注目していきたいと考えています。

海外株調査室 小畑 直樹