



ホアファットグループ株式会社 (HSX: HPG)

鉄鋼業 | BSC Research

評価

BSC は HPG 株の 2025 年理論価格を 2025 年 3 月 4 日の終値比 +34%増の 37,500VND/株と評価し、HPG の投資評価を「買い」としております。

投資観点

- 2025 年～2026 年の期間における HPG の鉄鋼産量はそれぞれ、前年比+33%増、同+22%増となる。この増加は(1)競争性がある生産費用、(2)大規模な販売システム、(3)ベトナムが 2025 年 2 月に中国からの HRC 鉄鋼に対する一時的な反ダンピング税を承認し、2025 年第 3 四半期から正式に適用する予定だ。
- 2025 年の P/Bfwd は 1.3x であり、2026 年の fwd は 1.1x である。
- ベトナムは 2025 年 2 月に HRC 鉄鋼に対する一時的な反ダンピング税を承認してから、HRC 価格が上昇し、HPG の売上総利益率が改善されるだろう。BSC は 2025 年の平均 HRC 価格が 2 月比 +7%増の 550ドル/tであると期待しております。

2025 年業績の予測

2025 年には、BSC は(1)産量が同+33%増とおなり、(2)販売量が同+4%増となるという仮定を基づく、HPG の売上高を前年比+30%増の 180 兆 7,050 億ドン、少数株主等控除利益を同+50%増の 18 兆 180 億ドン、EPS を 2,817VND/株、Pefwd を 9.8x、PBfwd を 1.3xと予測しております。

CATALYST: 中国は鉄鋼産量を削減する

リスク: ベトナムでは、鉄鋼業に対す環境政策

予想を上方修正する観察な要素: (1) 世界的な鉄鋼価格、(2) 回復力は BSC の予想より早い

業績	2023	2024	2025F	2026F
売上高	118,953	138,855	180,705	220,152
売上総利益	12,938	18,498	29,622	39,546
親会社株主税引後利益	6,835	12,020	18,018	25,616
EPS	1,175	1,879	2,817	4,005

推奨:強い購入

目標価格: 37,500VND/株

Upside: +34%

BSC の研究・分析センター

Phạm Quang Minh
(分析者)
Chauptm@bsc.com.vn

企業情報

現値(VND/株):	28,050
流行中株数(100 万株):	6,396
時価総額(10 億 VND):	179,414
30 日間平均売買代金(100 万株):	11.8
外国人投資家保有:	22%

Commented [PB1]: A nghĩ HRC tăng ko fai catalyst ☺), nó sẽ duy trì cao hơn là investment theme vì yếu tố này dài, catalyst là ngắn hạn, catalyst chắc sẽ là việc kế hoạch về Khả năng TQ cắt giảm sản lượng

2024 年～2026 年の期間における予想

業績	2023	2024	2025F	2026F	% YoY 2025	% YoY 2026
売上高	118,953	138,855	180,705	220,152	30%	22%
売上原価	(106,015)	(120,358)	(151,083)	(180,606)	26%	20%
売上総利益	12,938	18,498	29,622	39,546	60%	34%
金融活動事業による収入	3,173	2,619	3,100	5,010	18%	62%
財務費用	(5,192)	(3,967)	(6,826)	(8,694)	72%	27%
そのうち:借入コスト	(3,585)	(2,287)	(5,019)	(6,493)	119%	29%
販売費用	(1,961)	(2,337)	(2,711)	(3,302)	16%	22%
管理費用	(1,307)	(1,546)	(1,988)	(2,422)	29%	22%
経営活動による損益	7,651	13,267	21,198	30,137	60%	42%
他の収益	(630)	426	–	–	–100%	
税引前利益	7,793	13,693	21,198	30,137	55%	42%
法人税額	81	(1,673)	(3,180)	(4,521)	90%	42%
税引後利益	6,800	12,020	18,018	25,617	50%	42%
少数株主持分	(35)	0	1	1	50%	42%
少数株主等控除利益	6,835	12,020	18,018	25,616	50%	42%
仮定						
収入	126,884	138,624	180,705	220,152	30%	22%
鉄鋼生産	119,647	129,623	172,048	210,951	33%	23%
農業	6,370	6,906	7,044	7,185	2%	2%
不動産	867	2,095	1,613	2,016	–23%	25%
売上総利益率	10.9%	13.3%	16.4%	18.0%	3%	2%
産量	8,062,261	9,368,635	12,441,428	15,196,039	33%	22%
鋼ピレット	457,131	814,731	896,204	985,825	10%	10%
建設用鉄鋼	3,787,853	4,475,418	4,922,960	5,218,337	10%	6%
鋼管	683,680	706,938	742,285	779,399	5%	5%
亜鉛メッキ鋼	337,560	446,411	468,732	492,168	5%	5%
HRC	2,796,037	2,925,137	5,411,248	7,720,310	85%	43%
販売価格 (VND/kg)						
建設用鉄鋼	14,730	13,552	14,121	14,403	4%	2%
鋼管	20,024	19,003	19,801	20,197	4%	2%
亜鉛メッキ鋼	22,537	21,388	22,286	22,732	4%	2%
HRC (USD/t)	603	559	550	560	–2%	2%
材料価格						
鉄鉱石	115	110	105	103	–5%	–1%
コーラ	260	234	218	206	–7%	–5%
スクラップ鉄	395	378	350	347	–7%	–1%

ソース: BSC Research

評価方法

方法	価値
PE 方法 – 合理的な価格	
2026 年の EPS FW –第 2 号 Dung Quất 工場が生産能力の 90%を稼働している。	4,640
目標 P/E	10
2025 年の合理的な価格(VND/株)	37,500

ソース: BSC Research



付録

業績(10 億 VND)	2023F	2024F	2025F	2026F
売上高	118,953	138,855	180,705	220,152
売上原価	(106,015)	(120,358)	(151,083)	(180,606)
売上総利益	12,938	18,498	29,622	39,546
販売費用	3,173	2,619	3,100	5,010
企業管理費用	(5,192)	(3,967)	(6,826)	(8,694)
営業利益／損失	(3,585)	(2,287)	(5,019)	(6,493)
金融活動収益	—	—	—	—
金融活動費用	(1,961)	(2,337)	(2,711)	(3,302)
借入費用	(1,307)	(1,546)	(1,988)	(2,422)
合併・関連会社関連収益	7,651	13,267	21,198	30,137
他の収益	(630)	426	—	—
税引前利益	7,793	13,693	21,198	30,137
法人税額	81	(1,673)	(3,180)	(4,521)
税引後利益	6,800	12,020	18,018	25,617
少数株主持分	(35)	0	1	1
少数株主利益等控除利益	6,835	12,020	18,018	25,616
EPS	1,175	1,879	2,817	4,005

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2023F	2024F	2025F	2026F
税引後利益	7,793	13,694	21,198	30,137
原価償却及び割当て	6,773	6,973	9,755	11,932
流動資本変更	(2,066)	(10,729)	(6,021)	(1,594)
その他	(3,028)	(2,911)	(4,473)	(7,329)
営業活動からキャッシュフロー	9,472	7,027	20,459	33,147
固定資産購入額	(30,154)	(34,647)	(5,686)	(6,216)
他の投資	3,181	4,504	671	2,019
投資活動からキャッシュフロー	1,371	(30,143)	(5,015)	(4,198)
配当金	—	(5)	(7)	(11)
借入から金額	7,280	17,524	14,105	19,962
他の未収金	7,266	233	—	—
金融活動からキャッシュフロー	—	17,752	14,097	19,951
初期キャッシュフロー	8,325	12,252	6,888	36,429
中期キャッシュフロー	3,944	(5,365)	29,541	48,901
最後期キャッシュフロー	12,267	6,888	36,429	85,330

バランスシート(10 億ドン)	2023F	2024F	2025F	2026F
現金及び現金相当	12,267	6,888	36,429	85,330
短期資産	22,162	18,975	19,734	20,523
短期未収金	10,702	7,622	9,920	12,085
棚卸資産	34,504	46,521	47,451	48,400
他の短期的な資産	3,081	7,073	5,421	6,605
短期資産	82,716	87,079	118,955	172,943
原価償却	1,881	950	1,236	1,506
有形固定資産	107,296	108,514	152,096	184,767
減価償却	(35,282)	(41,086)	(50,840)	(62,772)
有形固定資産	860	861	560	259
減価償却	(266)	(301)	(301)	(301)
建設中長期資産	26,083	63,749	26,155	—
長期資産	40	137	—	—
他の長期資産	4,454	4,587	5,970	7,273
長期投資	105,066	137,411	134,874	130,732
総資産	187,783	224,490	253,829	303,674
買掛金	16,532	19,621	24,061	28,339
短期借入	54,982	55,883	69,311	82,597
他の短期借入	71,513	75,503	93,372	110,935
短期借入総額	10,399	27,080	27,757	34,433
長期借入	3,034	7,258	42	42
長期借入総額	13,433	34,339	27,798	34,475
借入総額	84,946	109,842	121,171	145,410
出資金	58,148	63,963	63,963	63,963
株式会社化による資本剰余金	3,212	—	—	—
未処分利益	818	816	816	816
他の株主資本	40,593	49,576	67,587	93,192
少数株主持分	66	293	293	294
株主資本	102,836	114,647	132,658	158,265
総資本	187,783	224,490	253,829	303,674

指数(%)	2023F	2024F	2025F	2026F
支払能力				
流動比率	1.2	1.2	1.3	1.6
当座比率	0.6	0.4	0.7	1.1
資本構成				
負債比率/総資産	45%	49%	48%	48%
負債比率/株主資本	83%	96%	91%	92%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	119	141	115	98
売掛金回収期間	33	20	20	20
利益性				
売上総利益率	10.9%	13.3%	16.4%	18.0%
税引後利益率	6%	9%	10%	12%
ROE	7%	10%	14%	16%
ROA	4%	5%	7%	8%
成長率				
売上高	−16%	17%	30%	22%
EBIT	−13%	40%	64%	40%
税引前利益	−21%	76%	55%	42%
EPS	−19%	60%	50%	42%
流行中株数(100 万株)	5,815	5,815	6,396	6,396
1 株株主資本(BVPS)	17,685	17,924	20,740	24,743

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。

Tel: +84838218885

BSC 本社

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh



推奨システム

推奨	説明
強い購入	1 年間利益率は 30% 以上になると期待されております。
購入	1 年間利益率は 15～30% 以上になると期待されております。
ホールド	1 年間利益率は 10～15% 以上になると期待されております。
売却	1 年間利益率は 10 未満と期待されております。

連絡先 – 研究・分析センター

Trần Thăng Long
分析・研究部の部長
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa
分析・研究部の副部長
マクロ – 市場
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
分析・研究部の副部長
定量
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
分析・研究部の副部長
業界・企業
Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業
Dương Quang Minh
リーダー、分析者
Minhdq@bsc.com.vn
Đoàn Minh Trí
分析者
Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業
Phạm Quang Minh
リーダー、分析者
Minhpq@bsc.com.vn
Lâm Việt
分析者
Vietl@bsc.com.vn
Nguyễn Công Hoàng Duy
分析者
Duyrch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業
Nguyễn Thị Cẩm Tú
リーダー、分析者
Tuntc@bsc.com.vn
Lưu Thuỳ Linh
分析者
Linhlt2@bsc.com.vn
Nguyễn Dân Trường
分析者
Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出入業、Logistics 業
Phạm Thị Minh Châu
リーダー、分析者
Chauptm@bsc.com.vn
Trần Lâm Tùng
分析者
Tungtl@bsc.com.vn
Trần Nguyễn Tường Huy
分析者
Huytnt@bsc.com.vn