

推奨 **買い** **ホアファットグループ株式会社(HSX: HPG)**
好調な収益を記録

現値	65,400	レポート作成日:	25/05/2021	株主構成	
前理論価格	73,500	流行中株数(100万)	3,313.3	Trần Đình Long	26.1%
新理論価格	76,500	時価総額(10億ドン)	216,688	Vũ Thị Hiền	7.3%
配当率	0.7%	過去30日間平均売買高	28,500	Dragon Capital	6.0%
上昇率	16.9%	外国人投資家保有率	29.24%	Trần Tuấn Dương	2.7%

業界分析:

Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(建設用材料, 不動産)
hanhntk@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu: N/A
Giá cắt lỗ: 54,160

評価

BSC は HPG 株の理論株価を前理論価格比 5%増の 7 万 6,500VND/株と評価し、HPG の投資評価を「買い」と推奨しております。

2021年業績予測

BSC は 2021 年には、HPG の収入を前年比 63.3%増の 147 兆 2,090 億ドン、税引後利益を同 130.8%増の 31 兆 150 億ドン、EPS を 8,893VND/株と予測しております。

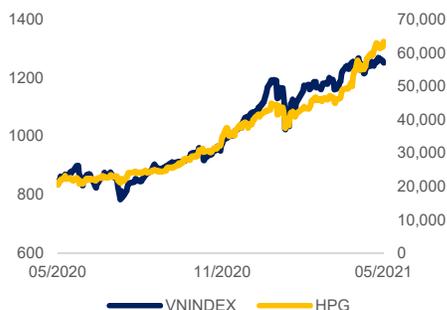
投資観点

- (1) 鉄鋼業は新価格で新しい成長周期に入る。
- (2) 鉄鋼業界の順調な条件を活用するために、Dung Quat 鉄鋼コンプレックスの建設フェースを加速している。
- (3) 強力な財務状況。

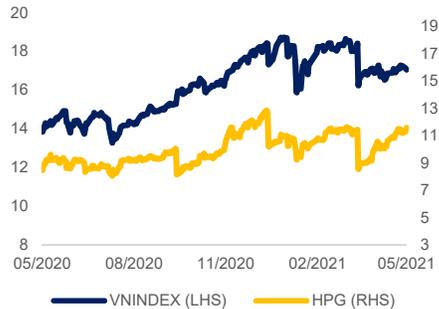
リスク

- (1) 諸国が鉄鋼価格の上昇を抑制するために措置を適用するリスク。
- (2) 原材料価格特に HRC 価格は変動するリスク。

株価の推移



P/E



企業アップデート

(1) HPG は 2021 年第 1 四半期の利益を記録した。2021 年第 1 四半期には、売上高は前年同期比 62%増の 31 兆 1,770 億ドン、年間計画の 26.2%を達成した。税引後利益は同 204%増の 7 兆 50 億ドン、年間計画の 38.9%を達成した。

(2) 2021年の定期株主総会は生態系を最適化し、Dung Quat 鉄鋼コンプレックスの拡大に投資するという方向で HPG の変革を示した。

(3) 鉄鋼生産工場は生産能力の 100%で稼働している。4月の鉄鋼消費量は増加した。販売価格も原材料価格が特に4月と5月に引き上げたことにより連続で増加した。

(4) 政府が検討している鉄鋼価格を「冷やす」ための措置は HPG にとって短期的には大きなリスクではなく、中期的には前向きなことである。

	2020	2021F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	8.8	7.0	16.81	17.1	収入	63,658	90,119	147,209	131,033
PB (x)	2.0	2.8	1.51	2.5	売上総利益	17.6%	21.0%	26.6%	24.5%
PS (x)	1.3	1.5	0.44	2.1	税引後利益	7,527	13,439	31,015	25,402
ROE (%)	25.1%	43.7%	16.9%	15.0%	EPS	2,726	4,056	8,893	6,621
ROA (%)	11.5%	21.0%	3.07%	2.4%	EPS 成長率	-32.5%	48.8%	119.3%	-25.5%
EV/ EBITDA (x)	7.9	9.1	7.63	16.5	収入	64.4%	54.6%	12.1%	-21.5%

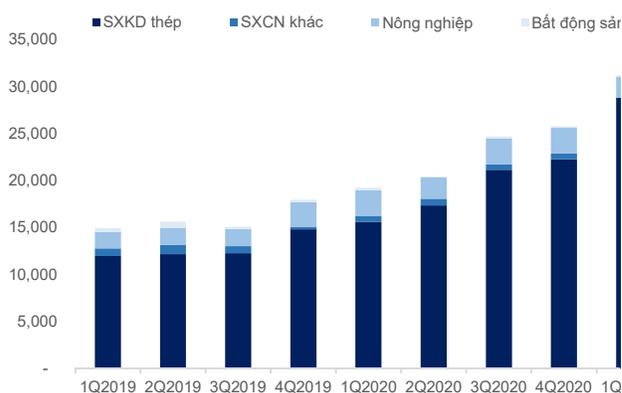
企業アップデート

(1) 2021年第1四半期の業績は前年同期比3倍となった。

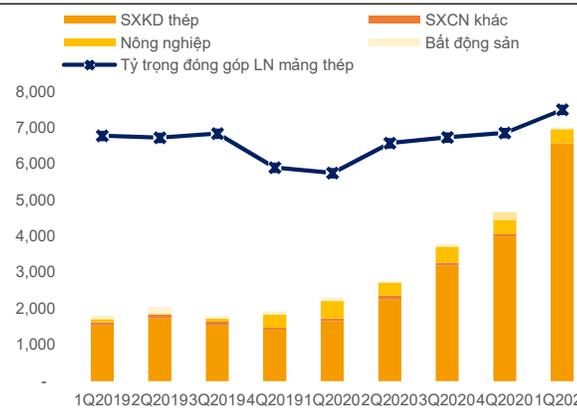
HPG は 2021 年第 1 四半期の利益を記録した。2021 年第1四半期には、売上高は前年同期比 62%増の 31 兆 1,770 億ドン、年間計画の 26.2%を達成した。税引後利益は同 204%増の 7 兆 50 億ドン、年間計画の 38.9%を達成した。

鉄鋼製品販売・生産事業による収入は前年同期比 2.4 倍となり、総収入に 92.3%を寄与した。

鉄鋼事業の寄与率は 2021 年第 1 四半期に 93.8%で、75~85%から増加している。



ソース:HPG の財務諸表, BSC Research



ソース:HPG の財務諸表, BSC Research

2021年第1四半期の事業別業績

事業	2021年第1四半期の収入		2021年第1四半期の税引後利益		2021年第1四半期の税引後利益率	2020年第4四半期の税引後利益率	2020年第1四半期の税引後利益率
	金額	% YoY	金額	% YoY			
鉄鋼製品 販売生産	28,804	84.7%	6,573	296.7%	22.8%	18.0%	10.6%
農業	2,248	-19.1%	392	-18.7%	17.4%	14.0%	17.3%
他の生産	0	-100%	0	-100%	N/A	10.8%	12.0%
不動産	125	-50.6%	40	-57%	32%	122.2%	36.8%
合計	31,177	62.1%	7,005	203.9%	22.5%	18.1%	12.0%

ソース: HPG の財務諸表, BSC Research

2021年第1四半期の好調な業績は販売価格及び消費量から由来した。HPGの2021年第1四半期鉄鋼製品消費量は前四半期比10.5%増、前年同期比77.3%増の217万tだった。亜鉛メッキ鉄板と鋼管事業用内部使用のためのHRC量を除くと、BSCは2021年第1四半期の鉄鋼製品販売量が前四半期比12%増、前年同期比56%増の190万tを達したと推定しております。

2021年第1四半期の鉄鋼製品の平均販売価格は前年同期比30%増となった。2021年3月末の時点では、HPGの建設用鉄鋼販売価格が年初比小幅に増加したが、2021年4月から連続で増加しているのは原材料価格及び世界的な鉄鋼価格の上昇を反映した。その結果、鉄鋼事業の税引後利益率は22.8%で、2020年第4四半期の18%から増加した。

2021年第1四半期には、HPGは会社再構成計画の通りにインテリア事業から資本を回収し、利益の5,020億ドンを計上した(2021年第1四半期連結に7%を寄与した)。

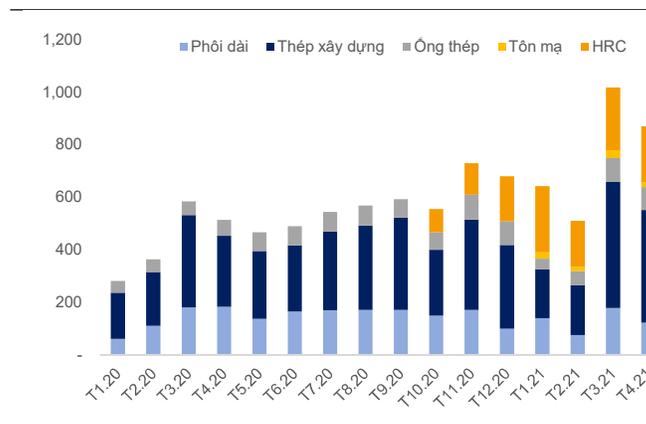
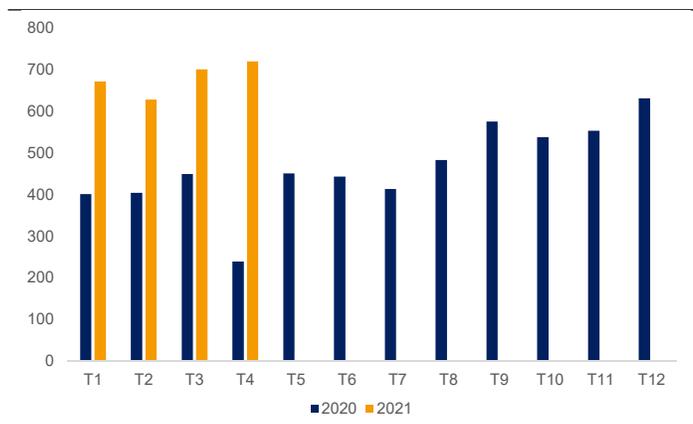
(2) 2021年の定期株主総会は生態系を最適化し、Dung Quat鉄鋼コンプレックスの拡大に投資するという方向でHPGの変革を示した。

(3) 鉄鋼生産工場は生産能力の100%で稼働している。4月の鉄鋼消費量は増加した。販売価格も原材料価格が特に4月と5月に引き上げたことにより連続で増加した。

各高炉は生産能力の100%で稼働していることで、2021年4月の鋼材産量が前月比2.5%増の71万8,500だった。

Dung Quat 鉄鋼コンプレックスが生産能力の100%で稼働してから、HPGの年間鋼材生産量は800万t以上である。
(単位:1千t)

鉄鋼製品の消費量は前年比+69.5%増となる
(単位:1千t)



ソース: VSA, BSC Research

ソース: VSA, BSC Research

2021年の鉄鋼製品消費量は前月比14.5%減、前年同期比69.5%増の86万9,000tだった。4月のてっこう

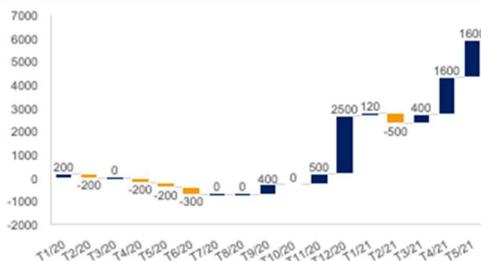
製品消費量が3月比小幅減少した原因は3月には鉄鋼価格が大幅に上昇した際に鋼材輸入に関する懸念心理及びテト休間後需要の増加から由来した。しかし、鉄鋼製品の消費量が前年同期比大幅増加したのは(1)生産能力の増加、(2)2021年4月の鉄鋼製品消費量は新型コロナウイルス感染症の影響により低い水準で留まったということでございます。

- 建設用鉄鋼消費量は前年同期比59%増の42万8,541tだった。この急増は国内市場の消費量が同42.8%増となり、輸出市場での消費量が同3.5倍となったということから由来した。
- 鋼管と亜鉛メッキの生産量は増加した。特に輸出量は国際市場の高い需要のおかげで消費総量の80%以上占めた。

2021年4か月には、HPGの鉄鋼製品消費量は前年同期比75%増の300万t、そのうち、建設用鉄鋼製品消費量が同+28%増の128万tで年間計画の36%を達成し、インゴット消費量が同-3%減の51万3,165tで、鋼管消費量が同+32.1%増の27万1,368tで年間計画の29.5%を達成し、亜鉛メッキ消費量が同2.4倍の9万2,898tで年間計画の31%を達成し、HRC消費量が87万7,272tで年間計画の32%を達成した。

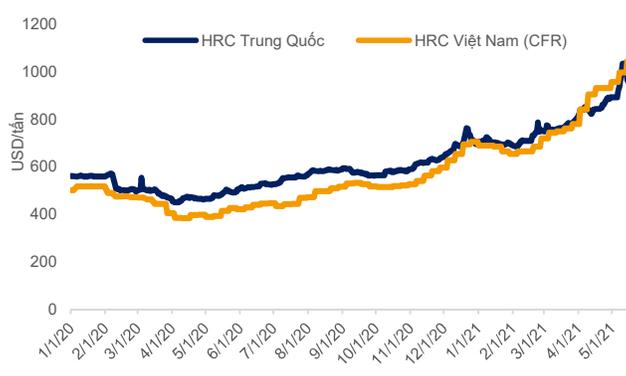
(4) 4月の鉄鋼消費量は増加した。販売価格も原材料価格が特に4月と5月に引き上げたことにより連続で増加した

HPG の建設用鉄鋼販売価格が連続で上昇した (VND/キロ)



ソース: Giathepton.com, BSC Research tổng hợp

世界的な HRC の価格も大幅に上昇している。



ソース: Bloomberg, BSC Research

(5) 政府が検討している鉄鋼価格を「冷やす」ための措置は HPG にとって短期的には大きなリスクではなく、中期的には前向きなことである。

原材料価格による鉄鋼価格の高騰に先立ち、商業省は投入材料、製品販売価格を引き下げするために生産費用削減、最大の国内需要を満たすための生産能力の増加、国内需要が高い水準で留まっている鉄鋼製品輸出を制限することなどに関する問題の見直しと検討を要求するためにベトナム鉄鋼協会 (VSA)、鉄鋼企業及び国内大手鉄鋼メーカーに文書を送付した。また、VSAは市場管理当局にも詐欺や投機の動きに対する監視や調査の強化を要請した。

国内鉄鋼価格を引き下げるために鉄鋼製品自衛税政策を調整することを検討するという意見で、財務省は「完成済鉄鋼製品に対し輸入税の引き下げは国内鉄鋼業の持続的な発展、国内鉄鋼市場の安定性を促進するために慎重に検討するべきだ。」と述べた。現在、ベトナムは国内生産能力が国内需要を完全に満たし、鉄鋼生産量が輸出するために豊富な水準で維持する鉄鋼製品特にインゴットや長鉄鋼に対す鉄鋼自衛税を適用している。BSC は自衛税の調整が供給過剰を起こし、生産費用について利点がない中小規模な鉄鋼企業に対す大きな競争をかけるだろうと評価しております。

HPG のように大手な規模と完全な生産プロセスがある企業の場合、BSC はこの税関を撤廃しても HPG の競争優位が依然として確保されるだろうと考えております。具体的には、BSC は HPG の建設用鉄鋼生産費用が 1t 当たり 1,400 万~1,450 万 VND (訳 600~630 ドル/t) であり、中国

工場の長インゴット生産費用の 800～850ドル／tと鉄板生産費用の 850～990ドル／tより低いと推定しております。

国内提供が不足する際に建設用鉄鋼製品と熱間圧延鋼板製品に対し輸出税の適用・研究に関する提出では、VSA の代表者は完成品鉄鋼の輸出を制限するべきではなくて、鉄鋼メーカーが国内市場で製品の販売を優先するために政策を提供するべきで、インゴットの輸出を一時的に制限するべきだと述べた。HPG はインゴットと建設用鉄鋼を含む国内最大長鉄鋼輸出企業であり、月間鉄鋼輸出量が 18 万tそのうちインゴットが輸出量の 70%を占めている。国内市場での高い需要量の時に消費量を強化すること或いは鉄鋼輸出も HPG の経営活動を影響することではないだろう。

業績予測

BSC は 2021 年第 2 四半期には、販売価格が原材料価格の増加とともに連続で引き上げたことで、HPG の利益は大幅に成長すると評価しております。

BSC は 2021 年には、HPG の収入を前年比 63.3%増の 147 兆 2,090 億ドン、税引後利益をどう 130.8%増の 31 兆 150 億ドン、EPS を 8,893VND/株と予測しております。

いくつかの重要な仮定

	2020	2021F		% YoY	論点
		変動前 (Link)	新仮 定		
消費量	6.3	7.6	7.6	20.8%	
- インゴット	1.8	1.01	1.4	-20.7%	Dung Quat 鉄鋼コンプレックスが生産能力の 100%で稼働してから、鋼材生産量が 800 万t以上である。
- 建設用鉄鋼	3.4	4.0	3.52	3.6%	インゴット消費量は建設用鉄鋼生産量と HRC 生産量の増加により減少する。
- 鋼管	0.82	0.92	0.92	12.0%	
- 亜鉛メッキ鉄鋼	0.16	0.19	0.3	87.5%	
- HRC	0.15	1.52	1.5	985%	一般的な需要は経済回復を促進するために公共投資及び民間建設により積極的にサポートされることのおかげで、鉄鋼製品消費量が増加し、鉄鋼輸出量特に亜鉛メッキ鋼板も増加する。
建設用鉄鋼価格	-9%	+10%	+40%		鉄鋼価格は 2021 年第 3 四半期に高い水準で維持し、年末の時点で下落するだろうと予測された。鉄鋼価格のリスクは多くの国で鉄鋼価格制限措置である。
鉄鉱石(USD/t)	105	130	175	+66.7%	

コークス精製炭 (USD)	135	145	140	+3.7%
------------------	-----	-----	-----	-------

HRC (USD/t)	535	590	750	+40%
-------------	-----	-----	-----	------

BSCは2021年鉄鋼石価格見通しを変更した。それによると、鉄鋼石価格は2021年第3四半期に高い水準で維持してから2021年第4四半期に小幅に下落するだろう。投入原材料価格の急増及び大きな需要なので、HRC価格は連続で新ピークを設定する。

ソース: BSC Research

評価

BSCはPE方法とEV/EBITDA方法に基づくHPGの2021年理論価格を評価しております。

評価表

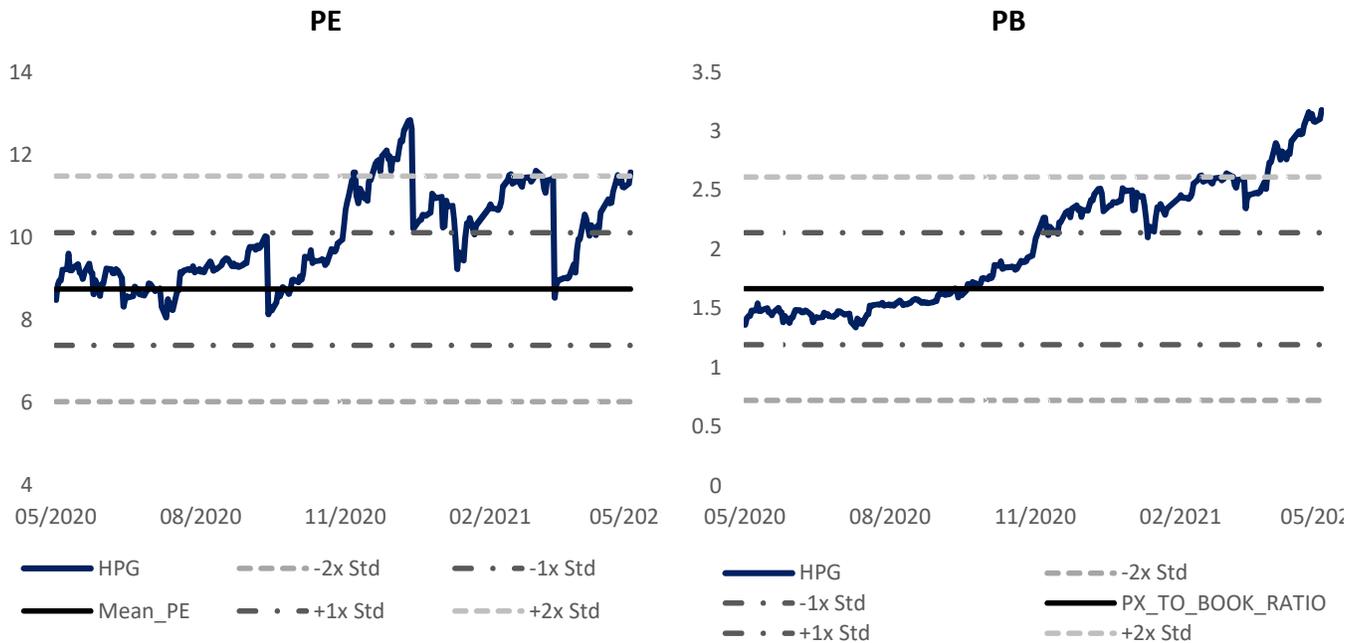
P/E 方法	50%
2021年のEPS予測(VND/株)(資本回収の特別な収入を除外する)	8,742
目標P/E(x)	9
2021年の理論価格(VND/株)	78,677
EV/EBITDA 方法	50%
2021年のEBITDA	42,665
目標EV/EBITDA	6
企業価値	255,993
+現金と短期的な金融投資	36,668
借入	(46,702)
株主資本	245,959
流行中株数	3,331,288,938
EPS(VND/株)	74,234
1年間目標価格	76,500

ソース: BSC Research

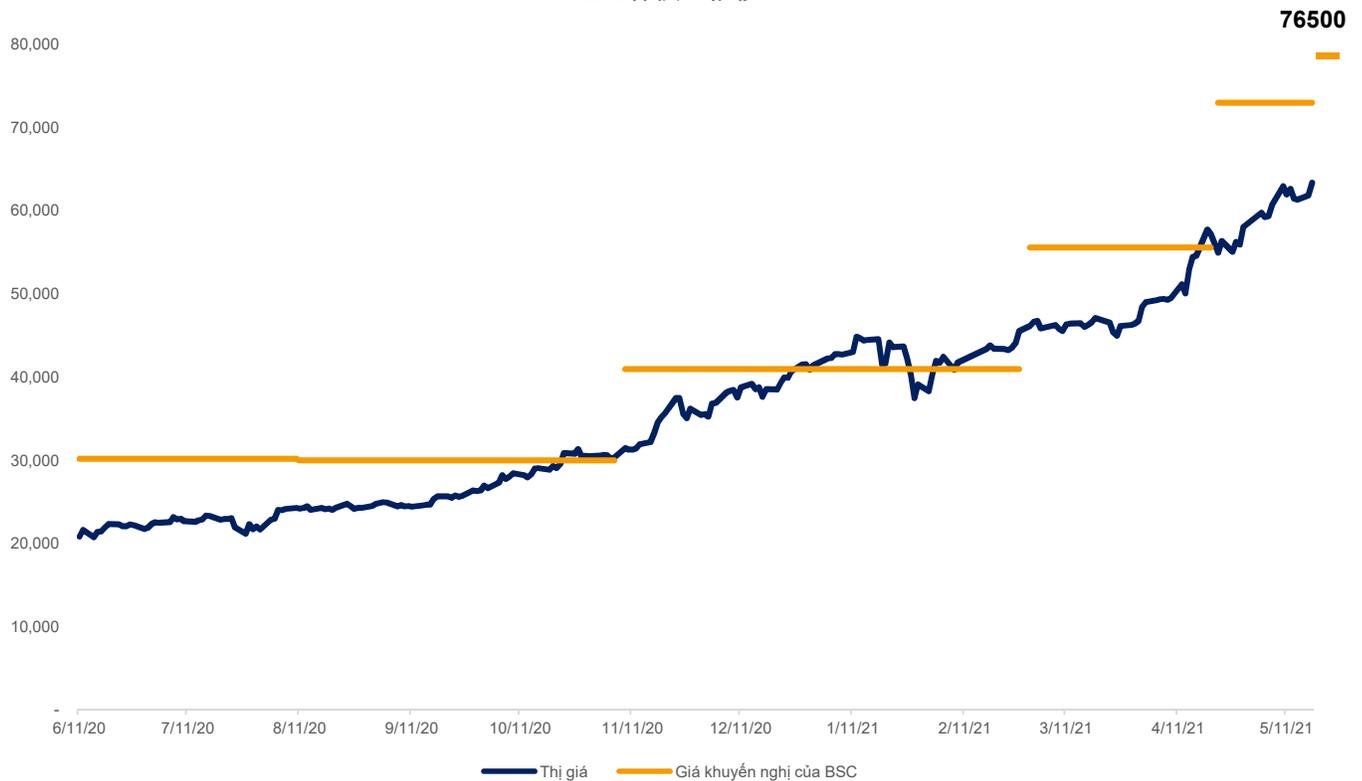
瓶感度

		2021年のEBITDA(10億ドン)				
	74,234	38,505	40,532	42,665	44,799	47,039
EV/EBITDA	4.00	43,458	45,904	48,480	51,055	53,760
	5.00	55,079	58,138	61,357	64,576	67,957
	6.00	66,701	70,371	74,234	78,097	82,153
	7.00	78,323	82,604	87,111	91,618	96,350
	8.00	89,944	94,837	99,988	105,139	110,547
	9.00	101,566	107,071	112,865	118,660	124,744

		2021年の税引後利益(予測・10億ドン)				
		24,628	28,881	31,015	33,149	38,043
		2021年のEPS予測(VND/株)(資本回収の特別な収入を除外した) (1,000VND)				
	78,677	6,911	8,130	8,742	9,354	10,757
P/E	7.00	48,374	56,910	61,194	65,477	75,299
	8.00	55,284	65,040	69,935	74,831	86,056
	9.00	62,195	73,170	78,677	84,185	96,813
	10.00	69,105	81,300	87,419	93,539	107,570
	11.00	76,016	89,430	96,161	102,893	118,326



HPG株価の推移



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	55,836	63,658	90,119	147,209
売上原価	44,166	52,473	71,214	108,067
売上総利益	11,671	11,185	18,905	39,141
販売費用	677	873	1,094	1,587
企業管理費用	444	569	690	899
営業利益/損失	10,550	9,743	17,120	36,655
金融活動収益	294	471	991	1,094
金融活動費用	772	1,182	2,824	3,401
借入費用	540	937	2,192	3,401
合併・関連会社関連収益	-	(1)	2	-
他の収益	(1)	66	66	500
税引前利益	10,071	9,097	15,355	34,849
法人税額	1,471	1,518	1,849	3,833
税引後利益	8,601	7,578	13,506	31,015
少数株主持分	28	51	67	-
少数株主利益等控除利益	8,573	7,527	13,439	31,015
EBITDA	12,810	12,336	21,919	42,665
EPS	4,037	3,082	4,056	8,893

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	10,071	9,097	15,355	34,849
原価償却及び割当て	2,260	2,593	4,799	6,010
流動資本変更	(4,688)	(3,975)	(11,150)	(15,445)
営業活動からキャッシュフロー	7,642	7,715	9,004	25,413
固定資産購入額	(27,594)	(20,825)	(9,370)	(1,472)
他の投資	(116)	-	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(20,533)	(18,064)	(16,605)	(1,472)
配当金	(6)	(13)	(1,419)	(1,657)
借入から金額	11,137	12,391	17,468	(7,439)
他の未収金	11	0	3	-
金融活動からキャッシュフロー	11,143	12,378	16,051	(9,096)
初期キャッシュフロー	-	-	-	-
中期キャッシュフロー	4,265	2,516	4,545	13,001
最終期キャッシュフロー	(1,748)	2,029	8,450	14,845
税引後利益	2,516	4,545	13,001	27,846

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	6,240	5,919	21,823	36,668
短期投資	3,210	3,561	6,125	8,666
短期未収金	14,115	19,412	26,287	39,890
棚卸資産	1,743	1,544	2,566	4,191
流動資産	25,309	30,437	56,800	89,416
有形固定資産	12,565	30,980	65,308	68,633
無形固定資産	217	269	254	232
賃貸固定資産	-	-	-	1
建設中非流動資産	38,107	37,435	6,247	693
長期投資	67	46	171	171
他の非流動資産	1,756	2,004	1,862	3,041
非流動資産	52,914	71,339	74,711	73,833
総資産	78,223	101,776	131,511	163,249
買掛金	8,707	7,507	10,916	16,284
短期借入	11,495	16,838	36,798	34,490
他の短期借入	2,435	2,639	4,261	5,858
短期借入総額	22,636	26,984	51,975	56,632
長期借入	12,811	19,842	17,343	12,212
他の長期借入	2,153	7,163	2,973	11,603
長期借入	14,964	27,005	20,316	23,815
負債総額	37,600	53,989	72,292	80,447
出資金	21,239	27,611	33,133	36,446
株式会社化による資本剰余金	3,212	3,212	3,212	3,212
未処分利益	15,126	15,877	21,783	41,381
他の株主資本	919	924	934	1,606
少数株主持分	127	163	158	158
株主資本総額	40,623	47,787	59,220	82,802
総資本	78,223	101,776	131,511	163,249

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	1.1	1.1	1.1	1.6
当座比率	0.4	0.4	0.5	0.8
資本構成				
流動資産/総資産	32.4%	29.9%	43.2%	54.8%
買掛金/総資産	48.1%	53.0%	55.0%	49.3%
短期負債/総資産	28.9%	26.5%	39.5%	34.7%
借入/総資産	31.1%	36.0%	41.2%	28.6%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	117	135	135	135
売掛金回収期間	21	20	25	21
買掛金回収期間	72	52	56	55
現金回転率	66	103	104	101
利益性				
売上総利益率	20.9%	17.6%	21.0%	26.6%
EBIT	18.9%	15.3%	19.0%	24.9%
税引後利益率	15.4%	11.9%	15.0%	21.1%
ROE	23.5%	17.0%	25.1%	43.7%
ROA	13.1%	8.4%	11.5%	21.0%
成長率(前年同期比)				
収入	21.0%	14.0%	41.6%	63.3%
税引後利益	9.6%	-7.6%	75.7%	114.1%
税引前利益	7.1%	-12.2%	78.5%	130.8%
総資産	47.5%	30.1%	29.2%	24.1%
株主資本	25.4%	17.6%	23.9%	39.8%

ソース: BSC Research.

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
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecuritie...>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

