

業界: 鉄鉱業

推奨

買い

ホアファットグループ株式会社 (HSX: HPG)

現値	50,100	レポート作成日:	03/03/2022	株主構成	
前理論価格	61,700	流行中株数(100 万)	4,473	Trần Đình Long	26.1% 7.3%
新理論価格	N/A	時価総額(10 億ドン)	208,885	Vũ Thị Hiền	4.7%
配当率	23%	過去 6 ヶ月平均売買高	15,965,990	Dragon Capital	3.0%
上昇率		外国人投資家保有率	25.83%	VOF Investment Limited	

業界分析:

Đinh Mạnh Thắng
(建設用材料、ユーティリティ)
thangdm@bsc.com.vn

テクニク分析:

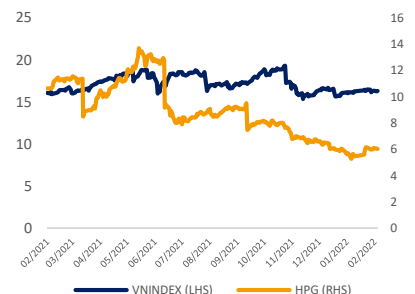
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 55,000 VNĐ
損切り値: 46,000 VNĐ

株価の推移



P/E



評価

BSC は P/E 方法及び EV/EBITDA 方法に基づく、HPG 株の 2022 年理論価格を 2022 年 3 月 3 日の終値比 23%増の 6 万 1,700VNĐ/株と評価し、HPG の投資評価を「買い」としております。

2022 年業績予測

BSC は(1)鉄鋼消費量が前年比+8.7%増となる、(2)鉄鋼価格が同-10%減となる、(3)鉄鉱石価格が同-10%減となり、石炭価格が同+10%増となるということに基づく、HPG の 2022 年売上高を前年比-3.1%減の 1,450 兆 4,100 億ドン、税引後利益を同+4.8%増の 36 兆 2,020 億ドン、EPSfw を 8,071VNĐ/株と予測しております。

投資観点

- BSC はインフラ建設への公共投資パッケージの実行を強化することのおかげで、HPG の 2022 年国内消費量が前年同期比+9.5%増となると期待しております。
- HPG は一貫生産体制のおかげで、鉄鋼事業の売上総利益率を 2021 年と相当する水準で維持する。
- HPG 株の 2022 年 Pefw を 6.2x で安く評価された。

リスク

- 鉄鋼販売価格が予測に比べて急落する。
- 原材料価格の変動は鉄鋼事業の利益率に影響を与える。

企業アップデート

- 2021 年には、HPG の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比+66%増の 149 兆 6,800 億ドン、同+155%増の 34 兆 5,210 億ドンで、利益計画の 91%を上回った。鉄鋼事業は 2021 年業績に大きく寄付し続けた。鉄鋼事業の売上高は前年比+81%増の 138 億 4,710 万ドンだった。

- 2021 年の鉄鋼消費量は前年比+52%増の 880 万 t を達した。そのうち、大きな割合は建設用鉄鋼の製品及び 熱延広幅帯鋼(HRC)だった。建設用鉄鋼の製品の消費量が前年比+14%増の 390 万 t、HRC の消費量が同 3 倍の 260 万 t を達した。

	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	5.99	6.21	6.49	17.38
PB (x)	2.28	1.63	2.13	2.78
PS (x)	1.38	1.42	1.31	4.50
ROE (%)	38.0%	28.5%	41.4%	10.3%
ROA (%)	19.4%	16.0%	18.6%	6.3%
EV/ EBITDA (x)	5.90	N/A	7.98	29.29

	2019	2020	2021	2022F
収入	63,658	90,119	149,680	145,041
売上高	11,185	18,904	41,108	40,948
税引後利益	7,578	13,506	34,521	36,202
EPS	2,726	4,060	7,708	8,071
EPS 成長率	N/A	48.90%	89.88%	4.71%
純借入/株主資本	67.2%	68.3%	38.3%	41.7%

企業アップデート

HPG の 2021 年業績が大きく成長した。HPG の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比+66%増の 149 兆 6,800 億ドン、同+156%増の 34 兆 5,210 億ドンを達した。そのうち、最大の割合は鉄鋼生産・経営活動だった。

2021 年第 4 四半期及び 2021 年の業績

10 億ドン	Q4.2021	Q4.2020	% yoy	2021	2020	% yoy	備考
売上高	44,711	25,778	73%	149,680	90,119	66%	
鉄鋼	42,598	22,263	91%	140,395	76,334	84%	鉄鋼事業の売上高は大きく成長した。鋼材生産量が前年比+52%増、鉄鋼平均価格が同+43%増となった。
他の工業生産	-	618	-100%	-	2,505	-100%	HPG は Hoa Phat インテリア株式会社における株式を全部で売却した。同社は利益 4,980 億ドンを計上した。
農業	1,781	2,718	-34%	7,966	10,553	-25%	農業事業による収入が減少したのは豚肉価格が前年比-50%減となったことから由来した。供給源が急増したのは農民が養豚を戻し、豚肉輸入量が増加したことから由来した。
不動産	332	176	89%	1,319	726	82%	Pho Noi A 工業団地区(600 ヘクタール)、Yen My II 工業団地区(231 ヘクタール)、Hoa Mac 工業団地区(203 ヘクタール)で土地を賃貸した。HPG は全国で商業住宅の土地面積を拡大する計画を設定した。
売上総利益	9,587	6,267	53%	41,108	18,904	117%	
売上総利益率	21.4%	24.3%		27.5%	21.0%		

販管費用	1220	497	145%	3444	1781	93%	販売費用の急増は輸出費用が増加したことから由来した。
反感費用／売上高の比率	2.7%	1.9%		2.3%	2.0%		
EBIT	8,367	5,770	45%	37,664	17,123	120%	
借入金利	630	662	-5%	2,526	2,192	15%	
財務収入	857	355	141%	3,071	1,005	206%	財務収入の急増は短期的な財務投資が前年比+78%増となったということから由来した。
税引後利益	7,419	4,661	59%	34,521	13,506	156%	
鉄鋼	7,327	3,997	83%	33,337	11,110	200%	
他の工業生産	-	67	-100%	-	317	-100%	
農業	(98)	381	-126%	719	1,678	-57%	売上原価の上昇と共に、「3つの現場(勤務・飲食・宿泊)」の費用が急増した。
Bất động sản 不動産	191	215	-11%	465	401	16%	
鉄鋼消費量(t)							
建設用鋼材	1,092,104	913,487	20%	3,889,683	3,400,404	14%	
鉄管	177,448	252,762	-30%	675,364	821,840	-18%	
メッキ鋼板屋根シート	155,710	-	N/A	428,785	-	N/A	
HRC, CRC	629,281	379,147	66%	2,570,419	576,622	346%	
国内消費量							
建設用鋼材	36%	31%		36%	32%		鉄鋼生産量が減少したが、建設用鉄鋼の国内市場シェアが増加した。
鉄管	35%	35%		33%	35%		市場でトップ位置を維持した
メッキ鋼板屋根シート	6%	N/A		6%	N/A		HPG はメッキ鋼板屋根シートを市場に登場し始めたが、設計上の最大生産能力(40 万 t)を上回った。
総消費量における輸出量の比率							
建設用鋼材	31%	18%		26%	16%		輸出量は前年比+138%増となった。二つの主要な製品は建設用鉄鋼及びメッキ鋼板屋根シートだった。
鉄管	3%	2%		4%	3%		
メッキ鋼板屋根シート	78%	N/A		69%	N/A		
バランスシートのいくつかの指標							
短期借入				43,748	36,798	19%	
長期借入				13,465	17,343	-22%	Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス 1 期が完成して、2021 年から運用されている。これは長期借入を削減させた。
在庫量				42,134	26,287	60%	
現金及び現金相当及び短期投資				40,708	24,825	64%	

ソース: HPG, Fiinpro, BSC Research

2022 年業績見通し

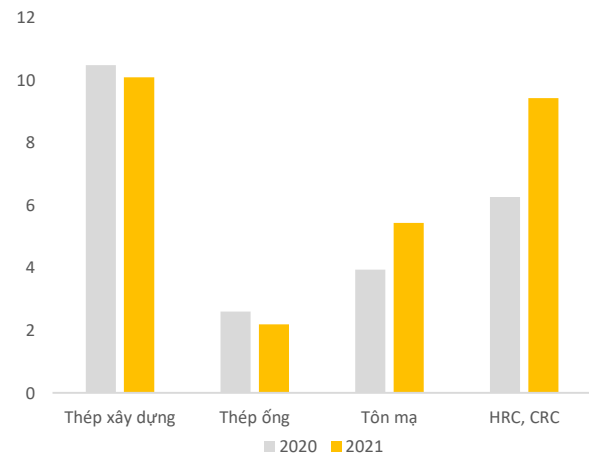
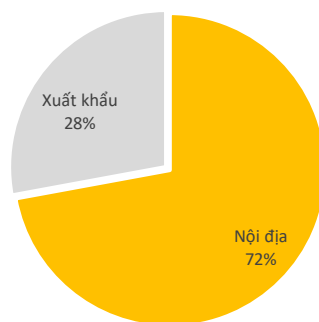
鉄鋼消費量の成長ポテンシャルがまだ残っている。

国内消費需要が回復する、HPG の 2022 年鉄鋼消費量が前年比+8.7%増となると予測される。

2021 年の鉄鋼生産量が前年比+16.6%増となったが、国内消費量が新型コロナウイルス感染症の流行により同+5%増となった。そのうち、建設用鋼材の消費量が同-10%減となり、鉄管の消費量が同-16%減となった。しかし、現在まで国内市場は鉄鋼事業の主要な消費市場である。

国内消費量は鉄鋼事業の総産量へ大きく寄付した。

2021 年鉄鋼製品産量(100 万 t)

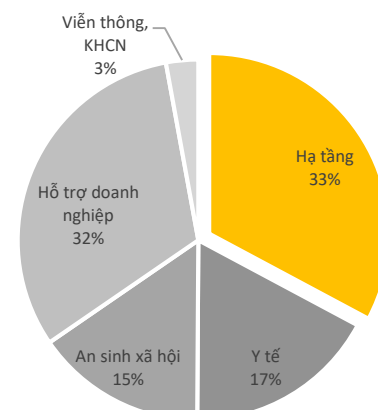
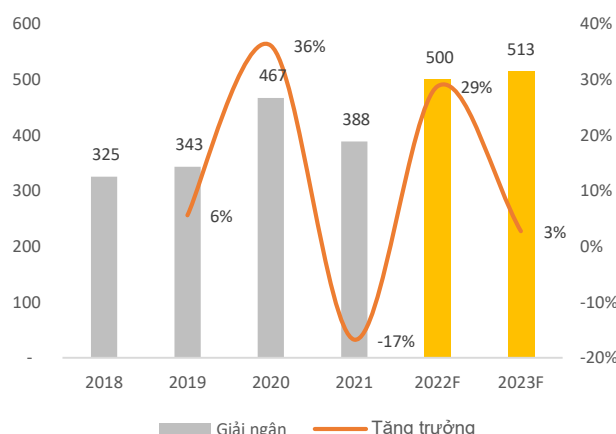


ソース: GSO, CBRE, BSC Research

BSC は 2022 年の国内消費量が政府の公共投資強化政策のおかげで、前年比+13.4%増となると期待しております。2022 年～2023 年期間の経済援助パッケージ 347 兆ドンの中に、インフラ建設への投資額が 113 兆ドン(GDP 成長率の 1.3%を占め)であり、北部－南部高速道路、工業団地区、港湾をつながる案件などの重要な案件を集中する。そのために、BSC は 2022 年公共投資パッケージの実行額が前年比+15%～30%増となる可能性があると予測している。これは国内鉄鋼の消費需要を刺激するだろう。

2022 年～2023 年期間には、公共投資パッケージの実行額が急増すると期待される。(兆ドン)

インフラ開発は 347 兆ドン経済援助パッケージの重点である。

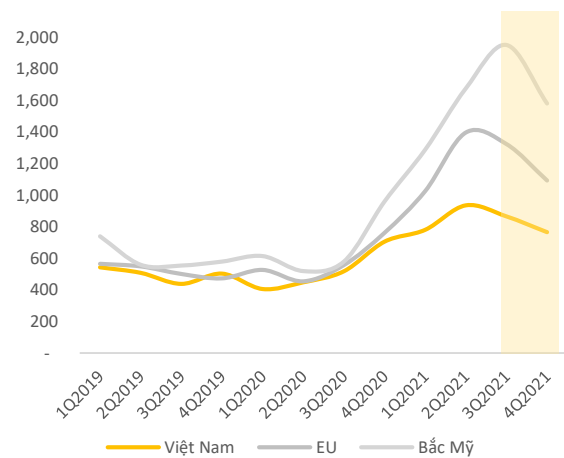
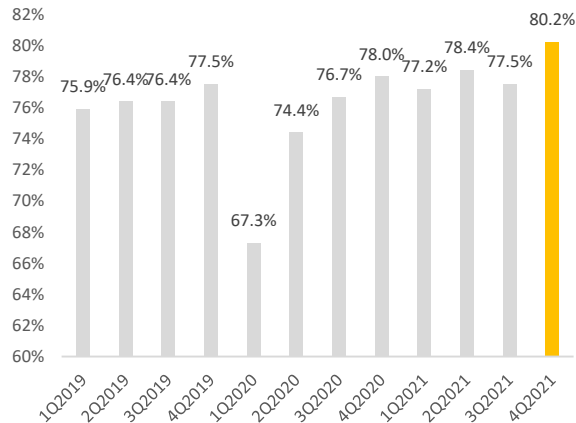


ソース: GSO, BSC Research

一方、2022 年には、供給源が増加すると、鉄鋼輸出活動がさらに困難に直面する可能性がある。世界最大の鉄鋼生産国である中国からの競争圧力が強まったことで、ベトナムと重要な輸入市場間の鉄鋼価格差が縮小されている。

中国での鉄鋼工場の最大稼働効率が直近の 2 年間に最大水準を達した。

2021 年第 4 四半期にベトナムと重要な輸入市場間の HRC 価格差が縮小された。(ドル/t)。

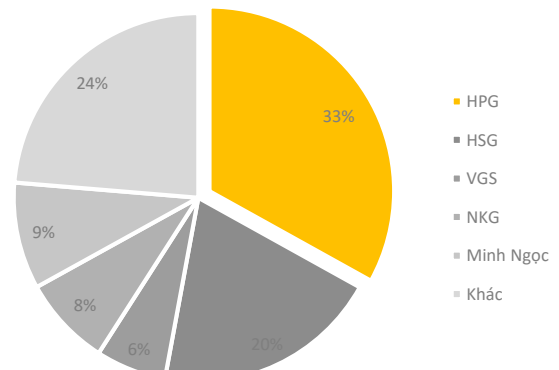
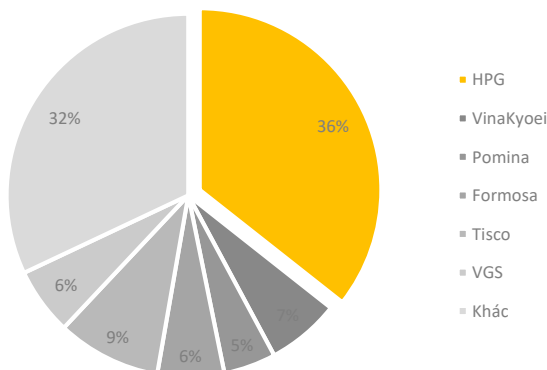


ソース: CNBS, Bloomberg, BSC Research

BSC の評価によると、(1)HPG の国内市場シェアが第 1 位になる、(2)Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックスで工場の生産能力を 10%~15%に拡大する可能性があるということのおかげで、HPG が国内消費量の回復から恩恵を受ける可能性があるだろう。BSC は HPG の 2022 年国内総消費量が+9.5%増となると予測しております。

鉄鋼業界の生産量が減少したが、建設用鉄鋼の 2021 年国内市場シェアが増加した。

国内鉄管市場シェアは前年比-2%減となったが、鉄鋼業界のトップ位置で維持した。

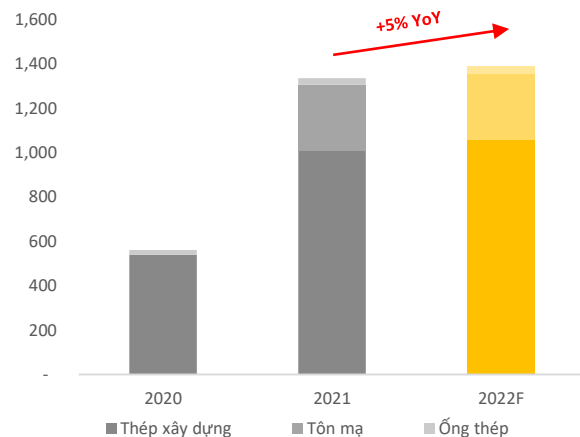
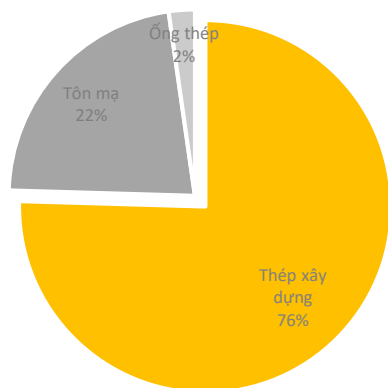


ソース: Fiinpro, VSA, BSC Research

HPG の鉄鋼輸出成長率がゆっくり上昇すると予測されている。2021 年には、HPG の総生産量における輸出量の比率は 18%で、12%から上昇した。そのうち、建設用鉄鋼の輸出量が 75%を占め、鉄鋼業界の生産量の 70%を占めた。HPG の 70%メッキ鋼板屋根シート産量が輸出市場で消費されたが、最高出力を達した。BSC は HPG の 2022 年鉄鋼輸出量が前年比+5%増となると予測しております。

2021 年には、建設用鉄鋼が HPG の輸出活動に大きな割合を寄与した。

2022 年には、HPG の鉄鋼輸出量が僅かに増加すると予測される。(100 万 t)



ソース: Fiinpro, VSA, BSC Research

鉄鋼事業の売上総利益率が安定的に維持されている。

BSC は HPG が一貫生産体制及び大きな生産規模のおかげで、売上総利益率を 2021 年と相当する水準で維持できると考えております。

BSC は(1)鉄鉱石価格が同-20%減となる、(2)石炭価格が同+10%増となるという仮定を基づく、2022 年平均鉄鋼販売価格が同-10%減となると予測しております。

鉄鉱石は HPG の鉄鋼生産用原材料費用の約 50%を占めていると推定されています。世界的な鉄鉱石価格がオーストラリア、ブラジルなどの重要な輸出国からの供給源に依存している。鉄鉱石価格が 2021 年第 3 四半期から下落したのは中国で不動産市場の低迷に関する懸念から由来した。しかし、2022 年初から鉄鉱石価格が前年同期比+25%増となった。原因は中国での鉄鋼メーカーの需要が増加すると共に、新型コロナウイルスのオミクロン株が鉄鉱石輸出国で拡大していたということから由来した。

しかし、BSC は Fortescue、BHP と Rio Tinto などの大手なサプライヤーが採掘量を新型コロナウイルス感染症前のレベルにまで回復する背景には、鉄鉱石価格が 2022 年に引き続き下落すると考えております。中国で鉄鋼生産活動が回復する場合、2022 年の鉄鉱石価格は前年比-20%減の 120USD/tとなると期待されている。

中国の鉄鉱石(鉄分 62%)価格(運賃込み)(USD/t)

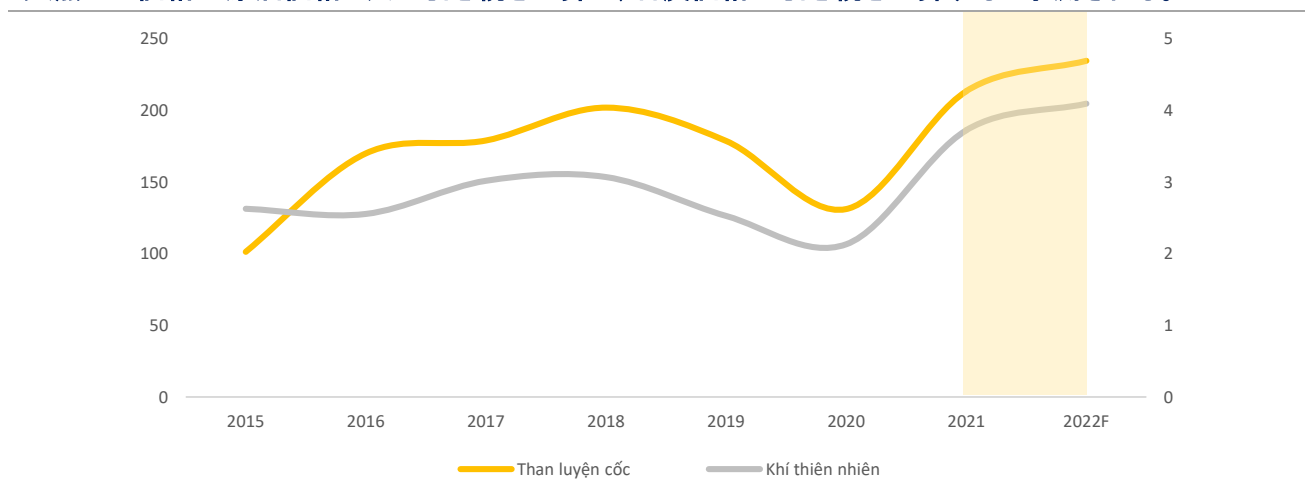
予測機関	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023
Capital Economics Ltd	115	102	89	76	68	63
Westpac Banking Corp	134.5	120.5	101	81.5	71	67
Intesa Sanpaolo SpA	100	95	88	85	85	85

Panmure Gordon & Co PLC	120	130	120	–	–	–
Market Risk Advisory Co Ltd	120	115	115	110	110	100
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	120	100	110	110	–	–
Natixis SA	90	78	82	82	75	75
Commerzbank AG	93	91	90	90	88	88
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	124	102	88.2	85.8	85	82
平均値	112.9	103.7	98.1	90.0	83.1	80.0
中位値	120.0	102.0	90.0	85.4	85.0	82.0

ソース: Bloomberg, BSC Research

コークス: コークス価格が鉄鋼価格の約 30%を占める。供給源がオーストラリア、インドネシア、米国、南阿などの国から由来した。中国はコークスの最大消費量がある国である。BSC は環境保全協定により、採掘量が制限されているが、中国での石炭需要が急増していることで、2022 年のコークス価格が前年比+10%増となると予測しております。天然ガス価格が原油価格と共に高騰したことは石炭価格を引き上げる原因の一つだろう。

天然ガス価格が原油価格と共に引き続き上昇し、石炭価格が引き続き上昇すると予測される。



ソース: Bloomberg, BSC Research

BSC は一貫生産体制及び大きな生産規模のおかげで、HPG が売上総利益率を 25% (2021 年と相当する水準)で維持できると考えております。

株価を安い水準で評価する

HPG の株価がかなり低い水準 (PE=6.2x) で評価されている。原因は (1) 2022 年利益見通しに関して懸念、(2) HPG が予定資金の 85 兆ドン (固定資本: 70 兆ドン、流動資本: 15 兆ドンを含む) で第 2 期 Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス案件の固定資産投資段階に入っているということから由来する。

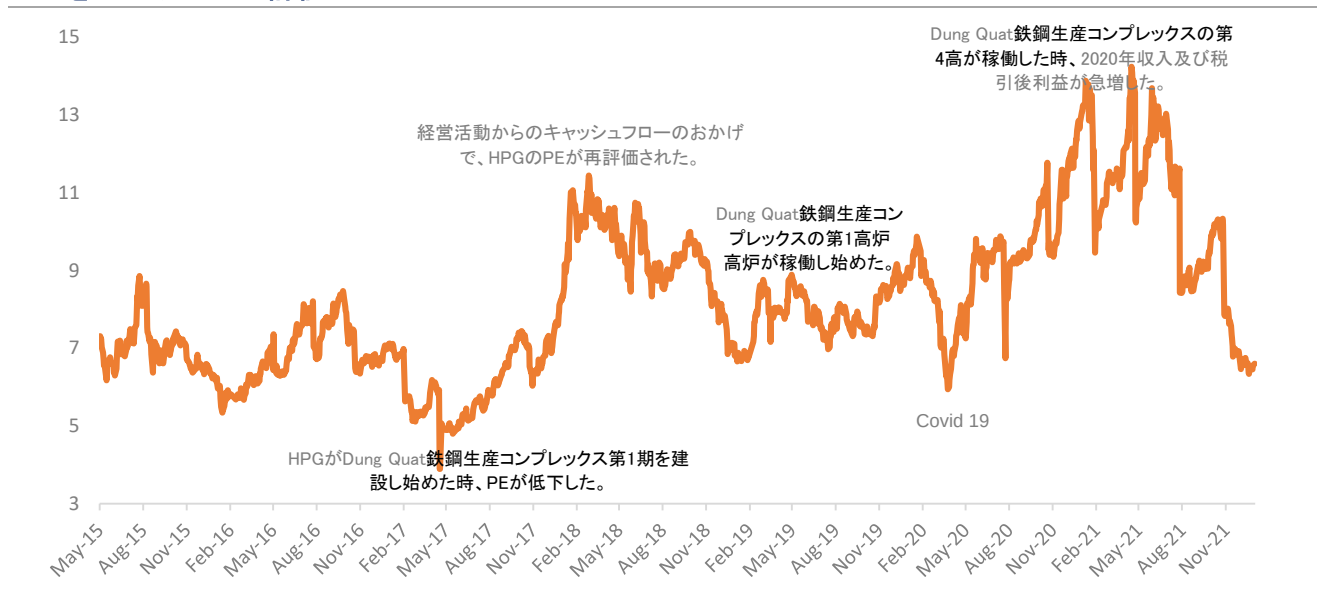
BSC は HPG の $PE=6.2x$ の評価が下記の要素に基づく、購入するために十分安いと考えております。

(1) 生産規模が大きく、豊かな現金による財務収入のおかげで、純利益が高い水準で維持する。HPG は売上総利益率を維持する為の費用を最適化できる。また、Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス第 1 期向けの借入が決済したことで、財務費用が減少した。豊かな現金からの財務収入が 2022 年利益を増やす可能性がある。

(2) 現在、HPG の財務健全性が 2018 年に比べて良くなっている。2021 年 12 月 31 日時点の現金及び現金相当及び短期投資が 40 兆ドンを上回り、Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス第 2 期の固定資本の約 57%を占めた。

(3) BSC の評価によると、Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス第 2 期が 2024 年以後稼働すると、HPG の総生産能力が前年同期比+70%増の 560 万 t を追加増加するだろう。現在、HPG の国内総生産能力が国内需要の 65%を満たしている。そのために、2024 年に生産能力向上のおかげで、HPG の株がより高い PE で再評価されるだろう。

PE を基づく HPG の評価



ソース: Fiinpro, BSC Research

業績予測

BSC は(1)鉄鋼消費総量が前年比+8.7%増となる、(2)鉄鋼価格が同-10%減となる、(3)鉄鉱石価格が同-10%減となり、石炭価格が同+10%増となるという仮定に基づく、HPG の 2022 年売上高を前年比-3.1%減の 1,450 兆 4,100 億ドン、税引後利益を同+4.8%増の 36 兆 2,020 億ドン、EPSfw を 8,071 VND/株と予測しております。

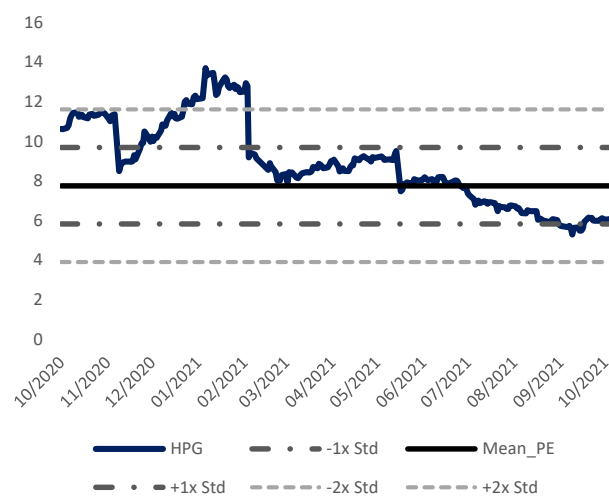
評価

BSC は PE 方法及び EV/EBITDA 方法を基づく、HPG 株の 2022 年理論価格を 2022 年 3 月 3 日の終値比 23%増の 6 万 1,700VND/株と評価し、HPG の投資評価を「買い」としております。

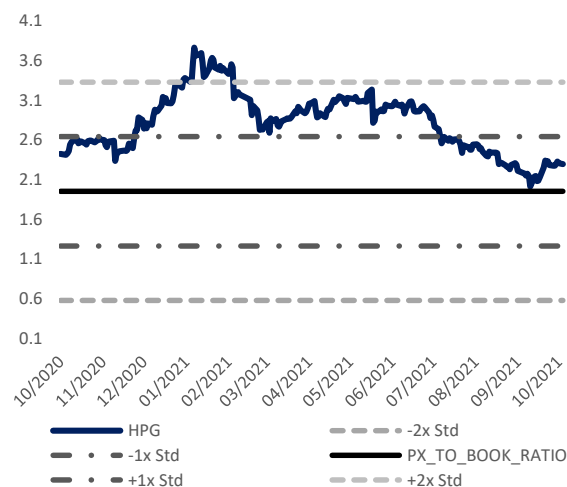
評価		
方法	割合	目標価格
P/E	50%	64,572
EV/EBITDA	50%	58,814
平均		61,700

ソース: BSC Research

HPG の P/E



HPG の P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
売上高	63,658	90,119	149,680	145,041	税引後利益	9,097	15,357	37,057	38,861
売上原価	52,473	71,214	108,571	104,093	原価償却及び割当て	3,262	6,575	7,487	6,574
売上総利益	11,185	18,904	41,108	40,948	流動資本変更	(4,644)	(10,345)	(17,077)	(10,077)
販売費用	873	1,091	2,120	2,052	営業活動からキャッシュフロー	7,715	11,587	27,466	35,359
企業管理費用	569	690	1,324	1,282					
営業利益／損失	9,743	17,123	37,664	37,614	固定資産購入額	(20,825)	(11,916)	(12,116)	(33,568)
金融活動収益	471	1,005	3,071	3,789	他の投資	2,761	(6,580)	(8,288)	(20,158)
金融活動費用	1,182	2,837	3,732	2,594	投資活動からキャッシュフロー	(18,064)	(18,495)	(20,404)	(53,726)
借入費用	937	2,192	2,526	2,075					
合併・関連会社関連収益	(1)	2	4	4	配当金	(13)	(1,419)	(1,704)	-
他の収益	66	65	48	48	借入から金額	12,391	17,470	3,423	14,517
税引前利益	9,097	15,357	37,057	38,861	他の未収金	0	3	11	-
法人税額	1,518	1,851	2,536	2,659	金融活動からキャッシュフロー	12,378	16,054	1,729	14,517
税引後利益	7,578	13,506	34,521	36,202					
少数株主持分	51	56	43	99	初期キャッシュフロー	2,516	4,545	13,696	22,471
少数株主利益等控除利益	7,527	13,450	34,478	36,103	中期キャッシュフロー	2,029	9,146	8,792	(3,850)
EBITDA	12,179	21,657	42,662	43,238	最後期キャッシュフロー	4,545	13,690	22,488	18,622
EPS	2,726	4,060	7,708	8,071					

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F	指数(%)	2019	2020	2021	2022F
現金及び現金相当	5,919	21,823	40,708	53,750	支払能力				
短期未収金	3,561	6,125	7,662	9,067	流動比率	1.13	1.09	1.28	1.48
棚卸資産	19,412	26,287	42,134	42,542	当座比率	0.41	0.59	0.71	0.90
他流動資産	1,544	2,513	3,650	3,533					
流動資産	30,437	56,747	94,154	108,893	資本構成				
有形固定資産	30,980	65,308	68,744	70,785	負債比率/総資産	53%	55%	49%	44%
無形固定資産	269	254	537	520	負債比率/株主資本	113%	122%	96%	78%
賃貸固定資産	-	-	-	-					
建設中非流動資産	37,435	6,247	10,018	40,992	稼働能力				
長期投資	46	171	7	42	棚卸資産回転期間	117	118	150	150
他の非流動資産	2,608	2,784	4,776	4,652	売掛金回収期間	14	13	16	16
非流動資産	71,339	74,764	84,082	116,991	買掛金回収期間	85	71	78	75
総資産	101,776	131,511	178,236	225,883	現金回転率	46	60	53	56
買掛金	7,507	10,916	23,729	21,269					
短期借入	16,838	36,798	43,748	46,122	利益性				
他の短期借入	2,639	4,261	5,983	5,983	売上総利益率	18%	21%	27%	28%
短期借入総額	26,984	51,975	73,459	73,374	税引後利益率	12%	15%	23%	25%
長期借入	19,842	17,343	13,465	25,608	ROE	16%	23%	38%	29%
他の長期借入	7,163	2,973	532	532	ROA	7%	10%	19%	16%
長期借入	27,005	20,316	13,996	26,139					
負債総額	53,989	72,292	87,456	99,513	評価				
出資金	27,611	33,133	44,729	44,729	PE	17.81	11.86	5.62	5.36
株式会社化による資本剰余金	3,212	3,212	3,212	3,212	PB	2.71	2.62	2.13	1.53
未処分利益	15,877	21,792	41,763	77,866					
他の株主資本	924	934	922	922	成長率(前年同期比)				
少数株主持分	163	149	155	201	収入	14%	42%	66%	-3%
株主資本総額	47,787	59,220	90,780	126,929	税引後利益	-8%	76%	120%	0%
総資本	101,776	131,511	178,236	226,442	税引前利益	-12%	69%	141%	5%
流行中株数(100 万株)	2,761	3,313	4,473	4,473	EPS	-32%	49%	90%	5%

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/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>