

推奨

買い

ホアファットグループ株式会社 (HSX: HPG)
回復シグナルを待っている。

現値	24,100	レポート作成日:	09/08/2022	株主構成	
前理論価格	32,400	流行中株数(100万)	5,815	Trần Đình Long	26.1% 7.7%
新理論価格	27,900	時価総額(10億ドン)	140,136	Dragon Capital	7.3%
配当率	1.2%	過去10日間平均売買高	32,671,130	Vũ Thị Hiền	4.9%
上昇率	16%	外国人投資家保有率	20.56%	VOF Investment Limited	

業界分析:

Đình 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: 27,500

損切り値: 22,500

評価

- BSC は 2022 年税引後利益予測を下方修正したことで、HPG 株の 2022 年理論価格を 2022 年 8 月 9 日の終値比 16%増の 2 万 7,900VND/株に下方修正し、HPG の投資評価を「買い」と推奨しております。
- BSC は P/E 方法及び EV/EBITDA 方法に基づく、前レポートのような PE 及び EV/EBITDA をそれぞれ、7.0x、5.5x で維持した。BSC は現在評価が最も低い水準で留まっていることで、さらに低下する可能性が低いと考えております。さらに、企業の長期的な見通しが買い占めの為に魅力的な水準だと評価されている。

業績予測

- BSC は前レポートに比べて、2022 年売上高予想を-10%、税引後利益予想を-18%と下方修正しております。それによると、BSC は売上高を前年比+3.5%増の 154 兆 8,410 億ドン、税引後利益を-34.7%減の 22 兆 5,440 億ドン、EPS FW を 3,868VND/株と予測しております。
- BSC は(1)鉄鋼消費量が前年比+8.7%増となるという予測を維持したが、2022 年上半期には原材料価格の変動を見ると、鉄鋼価格及び原材料価格を修正しております。それによると、(2)長い鋼材価格が前年同期比+0%増、(3)平鋼価格が同-5%減、(4)鉄鉱石価格が同-25%減、石炭価格が同+60%増となる。

投資観点

- 利益率は 2022 年第 3 四半期に過去最低水準に接近した後、2022 年第 4 四半期に回復した。回復の原因は年末に需要が増加し、投入原材料価格の下落のおかげで、売上原価が減少したということから由来した。

株価の推移



P/E



- HPG は過去最低水準の付近で評価されている。この評価で買い溜めを検討するべきだ。

リスク

- 消費需要が減少する。
- 鉄鋼価格及び原材料価格が変動する。

企業アップデート

- 2022 年上半期には、HPG の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+23%増の 81 兆 4,800 億ドン、同-27%減の 12 兆 2,280 億ドンを達した。鉄鋼事業は 2022 年第 2 四半期業績に大きく寄付し続け、売上高が前年同期比+9.6%増となった。
- 2022 年上半期の鉄鋼消費量は前年比+7%増の 397 万 t を達した。そのうち、建設用鉄鋼製品 230 万 t (前年同期比+25%増) 及び 熱延広幅帯鋼 (HRC) 113 万 t (同-15%減) は消費量に大きく寄与した。

	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	5.9	6.0	4.9	13.3
PB (x)	2.2	1.2	1.2	2.1
PS (x)	1.4	0.9	0.7	3.7
ROE (%)	46.0%	22.3%	28.0%	17.6%
ROA (%)	22.3%	11.9%	13.8%	6.4%
EV/ EBITDA (x)	5.9	5.4	6.3	27.2

	2019	2020	2021	2022F
売上高	63,658	90,119	149,680	154,841
売上総利益率	11,185	18,904	41,108	29,407
税引後利益	7,578	13,506	34,521	22,544
EPS	2,726	3,846	7,166	3,868
EPS 成長率	N/A	41.1%	86.3%	-29.8%
純借入/株主資本	67.2%	68.3%	38.3%	34.0%

企業アップデート

2022 年第 2 四半期には、HPG の売上高が前年同期比+7%増、税引後利益が同-59%減となった。原因は投入原材料価格が販売価格より高くなった。特に、農業事業は 2 四半期連続で赤字となった後、利益を計上した。

2022 年第 2 四半期業績

10 億ドン	2022 年第 2 四半期	2021 年第 2 四半期	% yoy	%qoq	6T2022	6T2020	% yoy	備考
売上高	37,422	35,118	7%	-15%	81,480	60,896	34%	
鉄鉱	35,635	32,496	10%	-16%	78,016	61,300	27%	鉄鋼事業の売上高は僅

								かに増加した。原因は鋼材生産量が前年同期比-4.3%減となったが、鉄鋼平均販売価格が同+11.2%増となったということから由来した。
農業	1,697	2,369	-28%	4%	3,325	4,617	-28%	農業事業の売上高が前四半期に比べて小幅に増加したのは豚肉価格の上昇から由来した。
不動産	89	253	-65%	82%	138	378	-63%	
売上総利益	6,540	11,477	-43%	-35%	16,648	19,660	-15%	
売上総利益率	17.5%	32.7%			20.4%	32.3%		売上総利益率が急減したのは原価が上昇したが、販売価格が下落したということから由来した。HPGは引当金5,000億ドンを計上した。
販管費用	856	785	9%	2%	1,697	1,406	21%	販売費用の増加は輸出量の比率が上昇したことから由来した。運輸費用の増加はガソリン価格が上昇したためだ。
反感費用／売上高の比率	2.3%	2.2%			2.1%	2.3%		
EBIT	5,684	10,692	-47%	-39%	14,951	18,254	-18%	
借入金利	717	600	20%	20%	1,314	1,222	8%	

財務収入	662	446	48%	-14%	1,431	1,344	6%	財務事業による収入の増加は短期的な財務投資が前年比+152%増となったということから由来した。
税引後利益	4,023	9,745	-59%	-51%	12,229	16,751	-27%	
鉄鋼	3,950	9,355	-58%	-52%	12,179	15,928	-24%	2022年第2四半期には、豚価格の上昇のおかげで、利益を計上した。
農業	13	350	-96%	-123%	(43)	742	-106%	
不動産	60	40	50%	82%	93	80	16%	
鉄鋼消費量 (t)								
建設用鋼材	960,215	983,086	-2%	-28%	2,300,517	1,838,132	25%	国内消費量がわずかに増加した。HPGは国内シェアを上げた。
鉄管	159,156	191,237	-17%	-27%	376,971	375,249	0%	
メッキ鋼板屋根シート	63,527	86,204	-26%	-40%	169,233	159,952	6%	
HRC, CRC	662,311	667,572	-1%	42%	1,129,006	1,332,844	-15%	
国内消費量								
建設用鋼材	34%	32%			37%	39%		国内消費量がわずかに増加した。HPGは国内シェアを上げた。
鉄管	34%	32%			36%	36%		
メッキ鋼板屋根シート	5%	6%			7%	7%		
総消費量における輸出量の比率								
建設用鋼材	32%	22%			29%	20%		
鉄管	5%	5%			3%	4%		
メッキ鋼板屋根シート	59%	59%			57%	53%		
バランスシートのいくつかの指標								
短期借入	56,576	40,272	40%	22%				Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス案件の第2期はまだ実行しなかった。
長期借入	13,443	15,722	-14%	-3%				
在庫量	58,317	39,867	46%	45%				
引当金	(762)	(63)	1106%	-102%				

現金及び現金 相当及び短期 投資	44,766	31,827	41%	-3%
------------------------	--------	--------	-----	-----

Dung Quat 鉄鋼生産コンプレックス案件の第2期の一部の残高は対応資本(政府開発援助(ODA)を利用するプログラムにはベトナム方からの資本)を利用された。

ソース: HPG, Fiinpro, BSC
Research

2022年下半期業績見通し

2022年第3四半期に売上総利益率が過去最低水準に接近した。

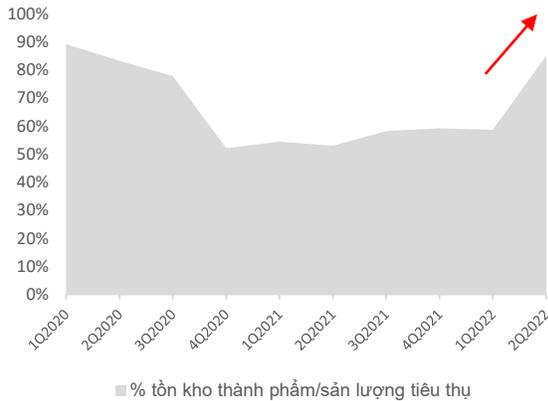
2022年第3四半期には、売上総利益率は前四半期比-110bps減の16.4%となると予測される。原因は(1)鉄鋼販売価格が下落する、(2)生産コストが減少する、(3)棚卸資産に対する貸倒引当金繰入からの圧力ということから由来した。

(1) **鉄鋼販売価格の下落**: 鉄鋼販売価格が2022年4月にトップに達した後、続落した。そのうち、建設用鋼材価格がトップ値に比べて-15%減、メッキ鋼板屋根シートが-7%減、HRC 価格が-35%減となった。受注が1~2ヶ月前に締め切られることで、直近の鉄鋼販売価格の下落が2022年第3四半期販売による収入に影響を与えると予測される。

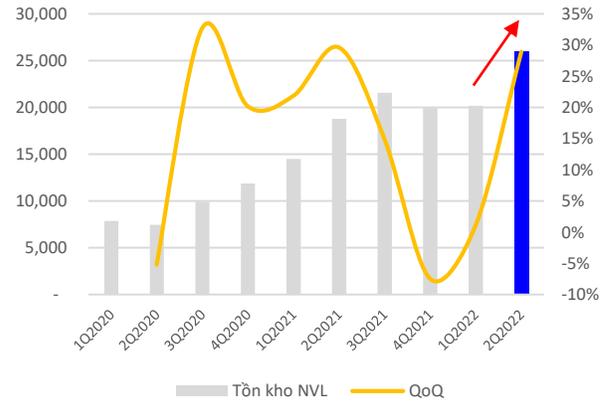
(2) **生産コストが下落するが、在庫量の増加及び消費量の減少により、遅くなる可能性がある**。消費量が直近の数ヶ月に減少したが、2022年第2四半期の完成品の在庫量が前年同期比+25.6%増となった。原材料価格、特にコークス価格が大幅に下落したが、原材料価格の下落幅と相当する原価が下落するのは2~3ヶ月かかると予測されている。

(3) **2022年第3四半期に棚卸資産に対する貸倒引当金繰入額の増加から圧力をかけた**。HPGは2022年第2四半期の棚卸資産に対する貸倒引当金5,000憶ドンを計上した。BSCは2022年第3四半期に引当金を追加繰り入れる可能性が高い、2022年第3四半期の売上総利益率を減少させるだろう。

2022年第2四半期には、完成品の在庫量が急増したが、消費量が減少した。



2022年第2四半期の原材料の在庫量が前四半期比+29%増となった。(10億ドン)



ソース: Fiinpro, 財務諸表, BSC Research

BSCは売上総利益率が2022年第3四半期には最低水準で留まったと考えております。原因は(1)スクラップ鉄鋼、鉄鉱石、コークスなどの原材料価格が急落した、(2)優れた販売能力のおかげで、HGPが高い原価の完成品を販売することができたということから由来した。

(1)スクラップ鉄鋼、鉄鉱石、コークスなどの原材料価格は2022年3月～4月に最高値を記録した後、急落していた。BSCは原材料価格の下落が2022年第3四半期～第4四半期に生産コストを減少させると期待しております。

鉄鉱石、コークスなどの原材料価格は2022年6月に急落した。



スクラップ鉄鋼価格は2022年5月初から急落した。

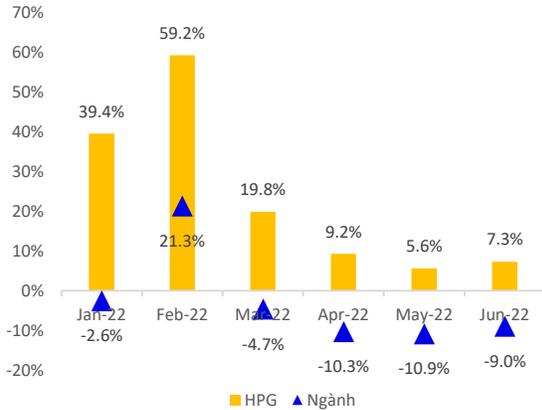


ソース: Bloomberg, BSC Research

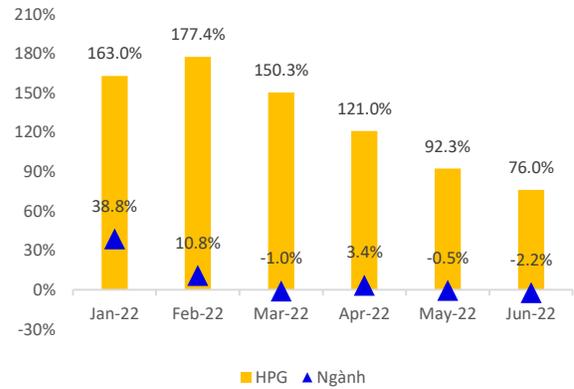
(2)優れた販売能力のおかげで、高い原価の完成品が迅速に消費された。2022年上半期には、鉄鋼業界の消費量が前年同期比-7%減となったが、HPGの消費量が同+7%増となった。2022年第4四半期には、HPGは優れた販売能力のおかげで棚卸資産回転率

を向上するだろう。安い原材料を投入する可能性があるのは 2022 年第 4 四半期に原価を減少させるだろう。

HPG の国内消費量が鉄鋼業界の下げ幅より遅く減少した。



鉄鋼業界の輸出量が前年同期比-2%減となったが、HPG の輸出量が前年同期比+76%増となった。

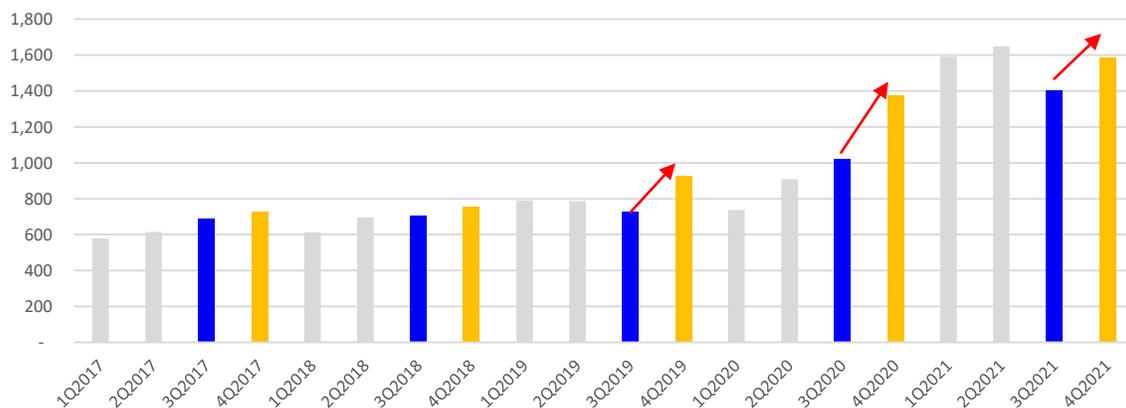


ソース: Fiinpro, BSC Research

2022 年第 4 四半期には、売上総利益率は鉄鋼消費需要の回復のおかげで上昇すると予測される。

鉄鋼消費量が年末に増加する傾向がある。直近の数年の第 4 四半期における消費量が増加した。原因は(1)建設需要が増加する、(2)公共投資実行額が強化されるということから由来した。BSC は需要の増加が鉄鋼価格の下げ幅を抑えて、2022 年第 4 四半期の売上総利益率(予想 19.5%)を増加させると期待しております。

HPG の国内消費量が毎年第 4 四半期に普通急増した。(1000t)



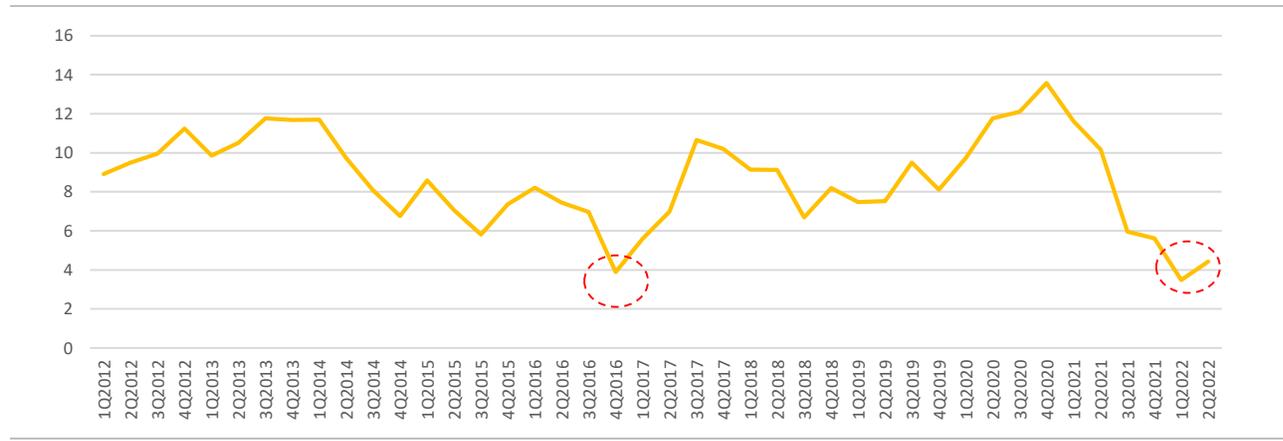
ソース: Fiinpro, BSC Research

HPGの株は歴史最低値付近で評価されている。

BSCは利益予想に基づく、HPGの2022年PEを6.0xで評価しております。以前、HPGのPEは5x~12xの周りに推移している。BSCの評価によると、現在のPEの大きな低下は鉄鋼業界の2022年見通しが低迷になるが、株価の下落リスクが高くないと示している。

長期的な見通しを見ると、BSCはHPGの株価が徐々に購入するために魅力的な水準で留まっていると考えております。

HPGの株価は10年間の最低水準に戻した。



ソース: Fiiipro, BSC Research

リスク

BSCは企業に影響を与えるリスクに関する観点を維持している。それは(1)原材料価格の変動、(2)消費需要の減少というリスクだ。

- (1) **原材料価格の変動:** 中国政府が国内不動産市場をサポートする計画を見せることで、中国市場での建材価格は直近の1週間に反発した。BSCの評価によると、建材価格の上昇が消費需要の回復及び鉄鋼先物契約価格の上昇という予測から由来する。しかし、「ゼロコロナ」政策により、中国の建設業の見通しは不明な状態である。

上海市場における棒鋼先渡取引価格(CNY/t)



上海市場におけるHRC先渡取引価格(CNY/t)



ソース: Shanghai Future Exchange

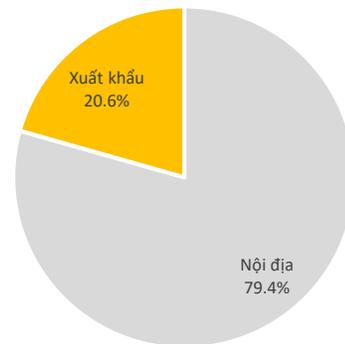
(2) 国内及び輸出市場で消費需要は減少する。

- **国内:** 国内不動産市場は不動産分野に対して貸付引締め政策により、冷え込んでいる。しかし、BSC は土木建築の需要が鉄鋼価格の急落のおかげで、年末に回復すると期待しております。
- **輸出市場:** 輸出市場での鉄鋼価格が需要の低迷により大幅に下落したために、輸出活動の利益率が減少した。しかし、HPG の消費量を占める輸出割合は大きくない。中国は排気ガスを減らす為に、鉄鋼生産能力削減の政策を維持している。BSC は輸出事業の悪化が HPG に対して与える影響があまり大きくないと評価しております。

建設業は新型コロナウイルス流行前の水準まで回復していた。



輸出量の割合は HPG の総消費量の 21% を占めている。



ソース: GSO, Fiiipro, BSC Research

業績予測

BSC は前レポートに比べて、2022年の売上高及び税引後利益予想を下記の通りに修正しております。

修正前後予測

	修正前予測	修正後予測	前予測増減	前年比
売上高(10億 VND)	171,798	154,841	-9.8%	+3.5%
税引後利益(10億ドン)	27,576	22,544	-18.3%	-34.7%
EPS(VND/株)	4,733 ^(*)	3,868	-18.2%	-29.8%

(*)配当前のEPS:6,154VND/株

BSC は発表された生産経営計画及び原材料価格変動を基づくいくつかの仮定を修正した後、売上高及び税引後利益を下方修正しております。具体的には下記の通りです。

仮定表

仮定	前レポート	更新レポート	ノート
鉄鋼消費量	+8.7% yoy	+8.7% yoy	
長い鉄鋼価格	+10% yoy	0% yoy	鉄鋼消費量が減少していることで、長い鉄鋼価格を下方修正した。
平鋼価格	+5% yoy	-5% yoy	鉄鋼消費量が減少していることで、平鋼価格を下方修正した。
鉄鉱石価格	-25% yoy	-25% yoy	
石炭価格	+100% yoy	+60% yoy	中国での鉄鋼消費量が低い水準で留まったことで、コックス価格が2022年6月から急落している。そのために、石炭価格を下方修正した。

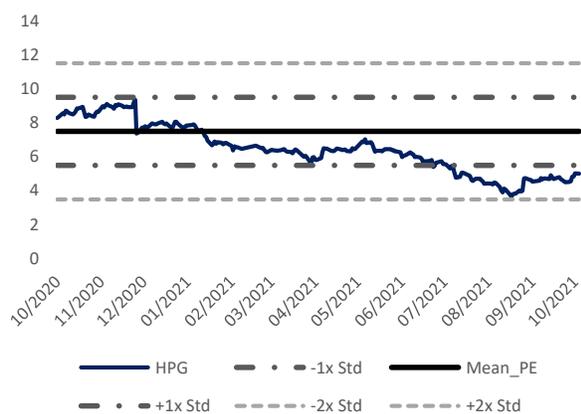
評価

BSC は P/E 方法及び EV/EBITDA 方法を基づく、前レポートのような PE 及び EV/EBITDA をそれぞれ、7.0x、5.5x で維持した。BSC は HPG 株の 2022 年理論価格を 2022 年 8 月 9 日の終値比 16% 増の 2 万 7,900VND/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		
評価方法	割合	目標価格
P/E	50%	27,079
EV/EBITDA	50%	28,708
合理的な価格		27,894

ソース: BSC Research

HPG の PE



HPG の PB



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	154,841	税引後利益	9,097	15,357	37,057	24,200
売上原価	52,473	71,214	108,571	125,433	原価償却及び割当て	3,262	6,575	7,152	7,553
売上総利益	11,185	18,904	41,108	29,407	流動資本変更	(4,644)	(10,345)	(17,488)	(5,277)
販売費用	873	1,091	2,120	2,193	営業活動からキャッシュフロー	7,715	11,587	26,721	26,477
企業管理費用	569	690	1,324	1,370					
営業利益/損失	9,743	17,123	37,664	25,844	固定資産購入額	(20,825)	(11,916)	(11,621)	(21,843)
金融活動収益	471	1,005	3,071	3,016	他の投資	2,761	(6,580)	(8,048)	(5,389)
金融活動費用	1,182	2,837	3,732	4,713	投資活動からキャッシュフロー	(18,064)	(18,495)	(19,669)	(27,232)
借入費用	937	2,192	2,526	2,356					
合併・関連会社関連収益	(1)	2	4	3	配当金	(13)	(1,419)	(1,693)	(2,236)
他の収益	66	65	48	50	借入から金額	12,391	17,470	3,423	3,414
税引前利益	9,097	15,357	37,057	24,200	他の未収金	0	3	11	-
法人税額	1,518	1,851	2,536	1,656	金融活動からキャッシュフロー	12,378	16,054	1,740	1,178
税引後利益	7,578	13,506	34,521	22,544					
少数株主持分	51	56	43	50	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	22,494	中期キャッシュフロー	2,029	9,146	8,792	423
EBITDA	12,179	21,657	45,665	32,666	最後期キャッシュフロー	4,545	13,690	22,488	22,895
EPS	2,726	4,060	7,708	3,868					
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	47,895	支払能力				
短期未収金	3,561	6,125	7,663	8,676	流動比率	1.13	1.09	1.28	1.38
棚卸資産	19,412	26,287	42,134	41,003	当座比率	0.41	0.59	0.71	0.82
他流動資産	1,544	2,513	3,650	3,776					
流動資産	30,437	56,747	94,155	101,349	資本構成				
有形固定資産	30,980	65,308	68,744	69,593	負債比率/総資産	53%	55%	49%	45%
無形固定資産	269	254	537	555	負債比率/株主資本	113%	122%	96%	81%
賃貸固定資産	-	-	-	-					
建設中非流動資産	37,435	6,247	9,699	23,863	稼働能力				
長期投資	46	171	7	42	棚卸資産回転期間	117	118	116	120
他の非流動資産	2,608	2,784	5,095	5,235	売掛金回収期間	14	13	11	14
非流動資産	71,339	74,764	84,082	99,288	買掛金回収期間	85	71	63	67
総資産	101,776	131,511	178,236	200,637	現金回転率	46	60	53	56
買掛金	7,507	10,916	23,729	22,971					
短期借入	16,838	36,798	43,748	44,719	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%	19%
短期借入総額	26,984	51,975	73,459	73,674	税引後利益率	12%	15%	23%	15%
長期借入	19,842	17,343	13,465	15,907	ROE	17%	25%	46%	22%
他の長期借入	7,163	2,973	532	532	ROA	8%	12%	22%	12%
長期借入	27,005	20,316	13,996	16,439					
負債総額	53,989	72,292	87,456	90,112	評価				
出資金	27,611	33,133	44,729	58,148	PE	17.81	11.86	4.30	6.02
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	1.63	1.22
未処分利益	15,877	21,792	41,763	48,603					
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	200	売上高	14%	42%	66%	3%
株主資本総額	47,787	59,220	90,781	111,084	税引後利益	-8%	76%	120%	-31%
総資本	101,776	131,511	178,236	201,196	税引前利益	-12%	69%	141%	-35%

流行中株数(100万株)	2,761	3,313	4,473	5,815	EPS	-32%	49%	90%	-46%
--------------	-------	-------	-------	-------	-----	------	-----	-----	------

ソース: HPG, 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 Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

