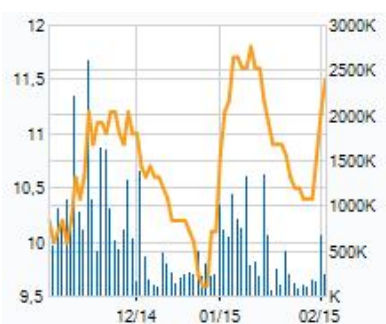


建設業 - ICB 2357
2015 年 2 月 10 日

企業レポート・VNE [ベトナム電気建設株式会社]



株価チャート



投資アドバイス

投資アドバイス	買い
希望株価	13,000
市場株価(09.02.2015)	11,400
1ヶ月の見通し	Tăng
3ヶ月の見通し	Tăng
9ヶ月の見通し	Tăng

取引情報

流行株式数(100万株)	62
時価総額(10億ドン)	695
帳簿価額(10億ドン)	12,128
外国人保有率(%)	2.66
現値(VND/株)09.02.2015	11,400
10日間の平均売買高(株)	207,537
52週間の安値	5,000
52週間の高値	11,700
直近7日間の増減率	+9.6%
直近1ヶ月の増減率	-2.5%

アナリスト

Nguyen Duc Huy

Email: huynd@bsc.com.vn

投資ハイライト

私たちは FCFF と NAV の評価方法に基いて VNE の株を買い、12ヶ月の希望株価は現在(2015 年 2 月 9 日)の 14%より高い 1 株あたり 13,000VND であるとお勧めます。

電気建設活動は安定的に成長し、売上総利益率(約 20%)が建設業より高い。企業規模、資本規模及び健全な財務状態の利点で、同社の競争力は他の企業よりよくなった。私たちは、VNE のポテンシャルは現在の工事契約でなく、2015 年～2020 年における EVN の電気網の拡大と電力業界の成長の勢いから来ていると考えております。

不動産市場は 2015 年に回復すると、同社の不動産案件のポテンシャルは大きくなる。

財務能力は改善された。私たちは、VNE は完全に債権債務の 3,500 億ドンを返済し、銀行から長期借入が連続減少していることから、VNE は最も困難な期間を過ぎたと考えております。2012 年、2013 年における営業活動からのキャッシュフローはプラスである。当社はまた、電気工事の分野で中核活動の開発に集中するために、金融の投資活動を低下している。

2014 年の業績予測: 私たちの予測によると、2014 年の売上高は前年比 15%増の 1 兆 40 億ドンで、税引後利益は同比 507%増の 920 億ドンに達す。EPS は 1,500VND/株である。現在の VNE の株価で 2014 年 P/E は 7.81 倍、2014 年 P/B は 0.90 倍に相当する。

財務指標	2010	2011	2012	2013	2014F
売上高(10億ドン)	307	534	635	873	1,004
前年比増減率	-40%	74%	19%	37%	15%
総資産(10億ドン)	1,820	1,922	1,810	1,979	1,801

株主資本(10 億ドン)	-7%	6%	-6%	9%	-9%
資本金(10 億ドン)	647	639	661	686	776
流行株数(100 万株)	61	60	60	60	60
税引後利益(10 億ドン)	17	19	0	15	92
前年比増減率	-82%	12%	-97%	2954%	507%
EPS(ドン／株)	47,073	359	200	285	1,458
価値(VND／株)	10,630	10,589	10,951	11,350	12,851
売上総利益率	21.2%	25.6%	26.4%	21.2%	27.6%
ROS	5.65%	3.64%	0.08%	1.74%	9.16%
ROE	2.68%	3.04%	0.08%	2.21%	11.85%
ROA	0.95%	1.01%	0.03%	0.77%	3.42%

ソース: VNE, BSC



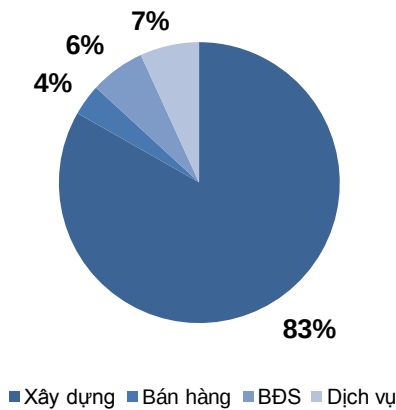
企業紹介

基本情報		順番	子会社	資本金	保有率
会社名:	Tong cong ty CP Xay dung dien Viet Nam	1	VNECO 3	6.98	52.93%
英語名:	Vietnam Electricity Construction JSC	2	VNECO 4	5.19	54.73
略称:	VNE JSC	3	VNECO 8	9.74	55.93
住所:	Số 344 Phan Châu Trinh, Q. Hải Châu, Đà Nẵng	4	VNECO 12	7.88	65.73
Tel:	(05) 11 356 2361	5	VNECO	5.10	60.85
Fax:	(05) 11 356 2367	6	VNECO MECA 建設投資	63.1	70.05
Website:	http://www.vneco.com.vn	7	VNECO フェググリーンツーリズム	54.17	92.19
資本金:	6,372 億 1,061 万ドン	8	VNECO ゲアンフェググリーンツーリズム	13.88	63.39
業種	建設	大口株主			
主な事業	電気工事の建設投資、機械、電気製品製造、不動産・観光、財政投資	順番	名前	株数	保有率
		1	SCIC	18,900,000	30.42%
			合計	18,900,000	30.42%
2014 年 3 月 21 日までの株主構成					
沿革	期間	イベント	順番	ポートフォリオ	株式数
	1998	設立	1	国有株主	18,900,000
	11/10/2005	IPO	2	内部株主	2,147,760
	2/2007	ホーチミン証券取引所に上場	3	他の株主	
			- 国内	43,222,141	67.83
			- 海外		2.66
			合計	63.721.061	100
資本金の増 (10 億ドン)					
年間	資本金	増資方式			
30/09/2002	74.7	資金拡充			
2005	150	資金拡充			
02/2007	320	資金拡充			
07/2010	637	資金拡充			

2014 年 6 月 30 日の時点で資本金は 6,370 億ドンだった。中核事業は、電気ネットワーク、水力、マンション建設、不動産、観光、金融投資の建設である。

- ❖ 外国人投資家である株主はほとんどない。国有株主は国家資本投資経営総公社(SCIC)である。SCIC の保有率は 30.42%となっている。
- ❖ VNE は上場している電気工事会社の雄一です。
- ❖ SCIC は、2015 年に 1890 万株式を売却する予定。

売上高



ソース: VNE

コア事業は、4つの分野を含む。

- (1) **電気工事建設**: これは創業以来のコア事業であり、収入の 80% を占めている。同社は水力発電所、変圧所 (110~500kv)、電気グリッドネットワーク、発電所の工事を建設している。同社はまた、都市インフラ、電気・水システムなど建設する。
- (2) **工業生産**: 同社は電柱、溶融亜鉛、構造用鋼、コンクリート、ブロックレンガなどの主に電気工事を支援するために電気製品を生産する。
- (3) **不動産**: サービスは土地、ビル、オフィスなどを含む。
- (4) **サービス・観光**: 同社は建設工事のコンサルティング・デザイン、建設品質監督・管理などのサービスを提供する子会社を保有している。
- (5) **金融投資**: 2014 年第 3 四半期末には、同社は 2013 年末に比べてポートフォリオを短縮した。VNE は LAF, SDP, VFR, LCG などの短期的に投資している。連結会社、電気建設社、水力発電社に長期的に投資している。

子会社・連結会社



ソース: VNE

2014 年の 9 ヶ月の業績は急増した。2014 年 9 ヶ月の売上高は前年同期比 42.5%増の 6,100 億ドンで、税引後利益は同比 5.5 倍増の 585 億ドンに達した。売上総利益率は同比 28%増となった。VNE の売上高の大部分は 280 億ドンをクアンニン Hiep Hoa 案件から費用に、160 億ドンを資産運用に繰り入れること及び Hoi Xuan 水力発電所の労働コスト (300 億ドン) から来た。私たちは、同社のコア事業活動がこれらのイベントから影響を受けないと評価しております。

電気工事建設

専門工事建設。VNE はベトナムで(電気建設)専門建設でも数少ない企業の 1 つです。都市インフラ建設企業に比べて、電気建設企業数はあまり大きくない。2009 年~2013 年における電気建設分野からの売上総利益率はいつも 20%以上、インフラ建設企業よりも高

くなっている。

建設活動は、子会社および関連会社（VNECO）のおかげで、ベトナム全国に広がっている。VNE一親会社は VNECO 内に契約を配布し、下請け業者も配布する。現在、VNE は子会社 8 社及び連結会社 6 社を有している。



同社は高価値の建設契約を得ることに利点を持っている。同社は良い品質と大きな価値の多くの契約を持っています。

高品質の契約からの展望。政府は電力生産量を増加する計画の背景には、同社は NPT & EVN から新規契約を獲得し続けると予測される。そのため、2015 年～2020 年における電気ネットワーク及び変圧所の建設の需要が増加する。

いくつかの優れた契約

工事	総額 (10 億ドン)	実行済金額 (10 億ドン)
ĐZ 220kV Van Tri – Chem	150	107
ĐZ 550kV Son La – Lai Chau (No. 9 contract)	123	89.6
ĐZ 550kV Son La – Lai Chau (No. 12 contract)	153	65.1
ĐZ 550kV Duyen Hai – My Tho	239.4	39.2
ĐZ 500kV NĐ Long Phu – O Mon	201.7	0
TBA 500/220kV TTĐL Duyen Hai	155	12.9
ĐZ 220kV Cau Bong – Hoc Mon – Re Binh Tan	152.6	40.6

ソース: BSC





工業生産

電気工事建設を支援する製品。我々は、この分野の売上高の大部分は電気工事建設の需要から来ていると評価しております。

多様な製品。VNECO は、電柱、溶融亜鉛、構造用鋼、コンクリート、ブロックレンがなどの多くの製品を提供しています。

近代的な設備。子会社は、中央- ハイランドで最大の製品を生産することができる。

不動産・観光

具体的な方向性はない。不動産ブームの際に、同社は土地権利を購入し、都市区、ビル、オフィス、スーパーマーケットなどの多くの不動産案件を開発した。しかし、これらの案件は多くの県／都市にあるし、具体的な強みがなかった。いくつかの案件の数は、資金不足のために建設を停止しなければならなかった。

長期的な潜在は棚卸資産である。当社は、簿価がいくつかの不動産案件の真の価値を反映していないと考えております。今後、不動産市場は活発となると、同社の真の価値が変化するので、同社が大きな売上高を計上する。

優れた不動産案件

順番	案件	総面積 (m2)	価値 (10 億ドン)	ホ率状況	ノート
1	My Thuong, Hue	157,346	211	認証を取得した	523 認可書,総面積の 6 万 6,010m2/12 万 4,632m2 475 プロット, 40 アパートを売却できる
2	VNECO Minh Khai – HCM	1,106	58	不明	過去 5、6 年間前に土地を買った。 購入額: 約 2,000 億ドン,現在の価値: 約 800 億ドン 15 ブロックを保有しているが、認証や投資なし
3	277 Ben Binh Dong	5,465	52	認証を取得した	20 アパートを完成

4	Green Mark Supermarket – Da Nang	13,000	11	不明	まだ投資しない
5	Lang Co Green Tourist	84,370	98	不明	まだ投資しない
6	702 Nguyen Kiem, 04 ward, Phu Nhuan, HCM	318	NA	認証を取得した	会社の財産、財務諸表に出なかった
7	839 & 882 Tan Phong, District 7, HCM	330	NA	認証を取得した	会社の財産、財務諸表に出なかった
合計		261,935	430		

ソース: VNE, BSC

My Thuong, Hue



ソース: VNE

VNECO Green Supermarket



ソース: VNE

観光: 同社は VNECO にスーパーマーケット・ホテル・レストランのチェーンを保有している。このチェーンは中部に観光サービスのニーズに応えるため。私たちは、この分野から収益をもたらす能力はかなり安定し、過去 5 年間以に変化がないと評価しております。

グリーンホテルチェーン



フエ・グリーンホテル: 199 部屋, 4 星



ダナン・グリーンホテル: 84 部屋, 3 星



ダナン・グリーンホテル: 58 部屋, 3 星

財務投資

短期的に貸倒引当金戻入益を計上する。2014 年第 3 四半期の時点で短期的な財政投資ポートフォリオは短縮されて、期間 3 ヶ月預金の 120 億ドン及び LAF, SDP, VFR, LCG、VNECO4, VNECO12 の総額 70 億ドンを含む。私たちは、短期的な預金の金額が多くなり、保有ポートフォリオも短縮されたので、同社のポートフォリオは安全になると評価しております。私たちの計算によると、最近の 4 銘柄の上昇により、VNE は 2014 年第 4 四半期に貸倒引当金戻入益 34 億ドンを計上する見通しである。

同社は、長期投資を回収する予定がない。合併事業(主に VNECO の企業)への投資に加え、同社は、Song Ba 社、Song Cho 水力発電所、VNECO1, 9, VNECO.SSM などのいくつかの関連業界に長期的に投資している。

電気工事建設業の展望

私たちは、電気工事建設業、不動産業へのプラス評価しております。2015 年～2020 年における電気工事建設業の成長率は安定し、年間平均成長率が 10～11%増となる。不動産業は底を打って、回復する可能性がある。

電気工事建設

電気建設は電力需要を満たすため。VII 基本計画によると、1995 年～2005 年における年間電力消費量の増加率は 14.9%以上であった。電力需要は 2015 年に 1,940 億～2,100 億 kWh で、2030 年に 6,950 億～8,340 億 kWh あると予想される。経済と社会のための電力を確保するために、EVN は電気の生産と共に、電力ネットワーク及び伝送線を拡大する。

2010 年～2030 年における国家電力網に追加された伝送線及び変電所の数

名前	ユニット	2009	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
500kV 電気所	MVA	7,500	17,100	24,400	24,400	20,400
			128%	42.69%	0%	-16.39%
220kV 電気所	MVA	19,094	35,863	39,063	42,775	53,250
			87.82%	8.92%	9.5%	24.49%
500kV 伝送線	Km	3,438	3,833	4,539	2,234	2,724
			11.48%	18.42%	-50.78%	21.93%
220kV 伝送線	Km	8,497	10,637	5,305	5,552	5,020
			25.18%	-50.12%	4.65%	-9.58%

ソース:2011 年～2020 年における国家電力網発展のマスタープラン(VII マスタープラン)

業界の成長率予測。EVN の予測によると、2025 年までベトナムの電力需要は年間 10～15%を増加し続ける。BMI の予測によると、2015 年～2020 年における電気工事建設業の成長率は年間 4.8～5.5%増となる。そのため、インフレ率は約 6%で、同業界の成長率は年間 10～11%増となる。

中部領域の 2015 年～2019 年における電気商業成長利率が 11.6%に達すると予想されている。

中部での電気網開発計画。2005 年～2013 年における電力成長率は 11.9%だった。2015 年～2019 年における中部での商用電力の成長率が 11.6%に達すると予想される。2019 年までに商用電力の生産量は 230 億 kWh に達し、最大生産能力は 4,400 MW の見込みだ。

エネルギーアカデミー提案により 2015 年～2019 年に中部領域における前操作期のグリッド線計画

年

名前

2015	Line 2 ĐD 220 kV Đà Nẵng – Huế; TBA 220 kV Kon Tum, Đức Trong.
2016	ĐD 220 kV Vung Ang – Ba Đon – Đông Hoi; Xêkaman 1- Pleiku 2; An Khe – Quy Nhơn line 2, Phan Thiet – Ham Tan; TBA 220 kV Ba Đon, District 3.
2017	ĐD 220 kV Ham Tan – KCN Phu My 2; Quang Ngai - Phước An; Di Linh – Bảo Lộc; line 2 ĐD 220 kV Tuy Hòa – Nha Trang; TBA 220 kV Phu My, Đắk Nông
2018	ĐD 220 kV Đông Hoi – Đông Hà – Huế
2019	ĐD 220 kV An Khe – Pleiku 2; Tháp Cham – Nha Trang; Vĩnh Tân – re Sông Mỹ – Tân Uyên; TBA 220 kV Phong Điện, Hải Châu

ソース: EVN

不動産

フエ・My Thuong 新都市の小売販売価格は 1m² 当たり 415 万～610 万ドンです。

不動産市場は 2014 年より良い。ハノイとホーチミン市の不動産取引が増加している。2014 年上半期には、ハノイでの成功した取引数は 4000(前年同期比 2 倍増)だった。一方、ホーチミンの不動産取引は販売価格 1,500 万ドン/m²でアパートを価格集中している。不動産在庫額は前年同期比 35%減の 835 億 1,900 万ドンとなった。

海外直接投資(FDI)のは安定的に成長している。2014 年の 9 ヶ月における新規認可案件数の認可額は 110 億ドル、FDI 実施額は前年同期比 3.2%増の 89 億ドルだった。

展望: 私たちは、不動産市場を支援する新しい政策は積極的に影響すると考えております。

- (1) 2014 年 8 月 1 日から有効となっている通達第 76 号 /2014/TT-BTC によると、マンション購入者は、土地使用料を支払わなければならない。同法律は、土地利用料は 1 回の料金で総初期投資の 10～20%を占めていることにより、請負業者のための経済的負担を軽減する。
- (2) 外国人や海外で住んでいるベトナム人の向け不動産所有権の条件を緩めます。外国人は一つより多くの家を購入できるし、賃貸でき、家担保貸付できる。FDI 企業がインフラ案件の開発のために土地を使用する権利を付与することができる。そのため、不動産の供給が増加して、不動産価格も



上昇する。

企業の現在位置

規模と経験: 電気工事で 20 年以上の経験を経て、VNE は高い値の工事を実行する可能性がある。金融・人材の大規模では、VNE は全国で工事契約を受け入れ、そのうち、中部でより多くの工事を当てています。経験とブランドの面で競合企業は第 1 電気工事株式会社 (PCC1)、第 2 電気工事有限公司 (PCC2) 及び第 4 電気工事有限公司 (PCC4) である。しかし、VNE の資本金と労働者数は他の企業に比べて優れている。近代的な設備と技術について VNE は第 2 位となり、第 1 位は PCC1 である。

完成済契約

工事名	契約総額(10 億ドン)
ĐZ 500kV Son La – Hoa Binh (gói 11.1; 12.3; 13.1)	174
ĐZ 500kV Ha Tinh – Thường Tín	89
ĐZ 500kV Quang Ninh – Thương Tín	54.7
ĐZ 220kV Ban La - Vinh	45.7
ĐZ 500kV Son La – Hiep Hoa (gói 5.3; 7.1)	153.9
ĐZ 220kV Thanh Hoa – Vinh	137.4
TBA 500kV Thanh My	74.7
ĐZ 500kV Pleiku – My Phuoc – Cau Bong	231
ĐZ 220kV Vung Ang – Ha Tinh (6.2; 6.4)	110
ĐZ 500kV Quang Ninh – Hiep Hoa (8,1; 8,2)	450
ĐZ 500kV Phu My - Song May	90
ĐZ 500kV Vinh Tan – Song May	93
ĐZ 220kV O Mon – Soc Trang	76
ĐZ 220Kv Duyen Hai – Tra Vinh	310

ソース: BSC

投資リスク

事業リスク: 電気建設業界の特性により、同社の労働者は危険な環境で動作しなければならない。建設・受理期間は長いので、投資資金実施は遅くなる。

競争力リスク: 同社は PCC1、PCC2、PCC4などの他の建設会社と競争入札しなければならない。しかし、電気工事会社の数は非常



に多くないので、このリスクは大幅に低減された。

金融投資リスク: 過去には、同社は金融投資に焦点を当てたが、現在、短期的な金融投資が市場から多くの影響を与えている。企業がコア事業の開発に注力しているのは危険性を低減する。

不動産案件からのリスク: 同社が投資している不動産案件は価格変動のリスクを持っている。

原材料価格変動のリスク。鉄、鋼、亜鉛及び燃料は企業のコスト構造の大部分を占める。

財務

基本的な情報	2011	2012	2013	9T2014
売上高(10 億ドン)	534	635	873	611
前年比増減率	74%	19%	37%	
総資産(10 億ドン)	1,922	1,810	1,979	1,696
前年比増減率	6%	-6%	9%	
株主資本(10 億ドン)	639	661	686	733
資本金(10 億ドン)	637	637	637	637
発行株数(100 万株)			61	60.4
税引後利益(10 億ドン)	19	0	15	58
前年比増減率	12%	-97%	2954%	
EPS (VND/株)	358	200	283	935
価値 (VND/株)	10,589	10,951	11,350	12,128

基本的な財務指標

基本指標	2010	2011	2012	2013	9T2014
資本					
借入/株主資本	1.23	1.21	0.94	0.90	0.59
総資産/株主資本	2.81	3.01	2.74	2.88	2.31
資産構成					
長期資産/総資産	0.41	0.46	0.54	0.49	0.46
短期資産/総資産	0.59	0.54	0.46	0.51	0.54
支払い能力					
当座比率	2.56	1.59	1.17	0.78	0.97
流動比率	2.95	1.91	1.41	0.91	1.15
活動能力					
棚卸資産回転日数	175	98	81	66	47

2011 年～2013 年における総資産規模は段々減少しているが売上高が増加している。2010 年～2013 年における同社の債務が連続で減少したので、財務レバレッジも減少した傾向がある。財務レバレッジは都市インフラ社に比べて低い水準である。

企業財務

資本金の規模は胸像企業に比べて大きくなっている。

VNE の資本金は 6,370 億ドンで、PCC1 (1,000 億ドン)、PCC2 (710 億ドン)、PCC4 (710 億ドン)などの同業界の企業に比べて 6 倍より高かった。

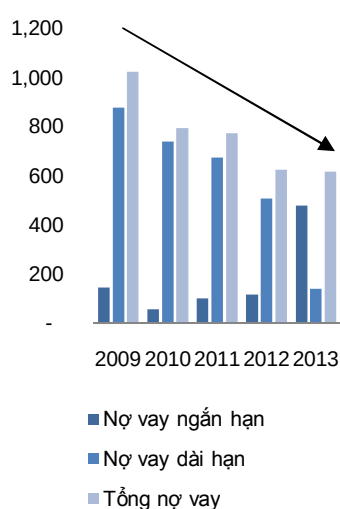
資産 - Hoi Xuan 社からの回収により減少した。

2014 年第 3 四半期末の時点で、VNE の総資産は 2,830 億

売掛資産回転日数	99	159	105	86	51
買い掛資産回転日数	194	81	75	71	62
利益性(%)					
売上総利益率	21%	26%	26%	21%	28%
ROS	6%	4%	0%	2%	9.5%
ROE	3%	3%	0%	2%	7.9%
ROA	1%	1%	0%	1%	3.4%

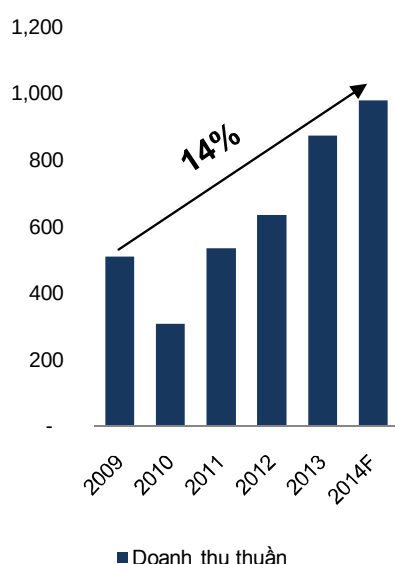
ソース: VNE, BSC

2009 年～ 2013 年における借入下落の傾向



ソース: VNE, BSC

2009 年～ 2014 年における売上高の成長率



ソース: VNE, BSC

ドンだった。Hoi Xuan 社からの回収により、VNE は 2014 年第 2 四半期に 1,000 億ドンの赤字となった。

自己資本・財務がはっきり減少

2013 年に比べて、2014 年第 3 四半期の時点での自己資本は減少した。原因は(1)短期的な債務(1,200 億ドン)、長期的な債務(270 億ドン)及び転換社債の 2,450 億ドンを返済した。同社は再編するための債券の 5,000 億ドン借りたとして、危機の期間を経たと言える。同社は 2014 年第 4 四半期に 1,500 億ドンの当たり転換社債を発行する。金利は 10.5% / 年。

債務が減少、金利が上昇—財務レバレッジがかなり安全

負債総額は収入に比べて減少した。2014 年第 3 四半期まで、借入 / 株主資本は 0.6 で、建設企業に比べて低かった。

金利が低下した。最近、金利の下落は建設業だけではなく、電気工事建設に積極的に影響している。

支払い能力が安定

当座比率と流動比率はそれぞれ 2013 年に 0.78、0.91 で、2014 年 9 ヶ月に 0.97、1.15 だった。

売上高の年平均成長率

2009 年～2013 年における売上高の年平均成長率(CAGR)は 14.4% / 年。

低収益性—ポジティブな変化

ROA, ROE はそれぞれ 4%、10%増加となった。私たちは、収益性は、(1)借入コストが低い、(2)EVN から新しい電力建設契約から展望のおかげで、速く改善される。

2014 年～2018 年における業績予測

VNE は、他の案件とフエ・My Thuong 新都で土地のプロットを売却する計画がないので、私たちが予測した売上高と利益は不動産事業からの収益を含まない。

私たちは NAV の方法に基づく不動産の価値を評価する。

業績予測:2014 年の売上高は前年比 15%増の 1 兆 40 億ドンで、税引後利益は同比 507%増の 920 億ドンに達すると見込まれた。2014 年 EPS は 1,458VND/株。2014 年～2018 年における売上高の成長率見通し:経済が回復すると、EVN から変電所、電力網建設およびサービス・観光の需要は強化する。

売上高

- (1) 建設契約:建設会社は第 4 四半期に契約を決済し、収入を計上する。同社は収入 5,850 億ドン(収入の大部分が建設事業から来る)を達す計画が、2014 年第 4 四半期に同事業の収入は直近 5 年間の四半期のデータに基づいて、3,500 億ドンに達すると慎重に予測しております。私たちは、2015 年～2018 年における建設事業の売上高は業界見通しと共に 10%の成長率になると予測しています。
- (2) 商品や完成品の販売。2014 年の 9 ヶ月の売上高は前年同期比急増した。同分野の売上高は最近の 3 年間に最大 400 億ドンに達している。私たちは、2014 年に同分野の売上高は 2,880 億ドンに達すると慎重に予測しております。2015 年～2018 年における同分野の売上高の成長率は電気事業と共に 10%増となる。
- (3) サービスの提供:年初の 3 四半期の同分野からの売上高は年間の 80%を占める。そのため、同分野の 2014 年売上高は 520 億ドンに達すると予測しております。

売上総利益:

2014 年 9 ヶ月の売上総利益率は急増し、28%増となった。しかし、我々は、これはクアンニン・ヒェップホア工事からコストの戻し入れしたものだと思っています。そのため、2014 年に売上総利益率は 27.5%に調整する可能性がある。

財務費用

私たちは、同社は金利の急落により恩恵を受ける可能性があり、借入も大



幅に減少することと考えております。具体的には、同社は次の 5 年間に社債 1500 億ドンに金利 10.5%を、他の短期的な借入に金利 7~8%を支払わなければならない。一方、同社は短期的な債務に対する 34 億ドンを戻し入れすると考えております。

販売費用と管理費用

私たちは、売上原価は建設分野の規模に比べてほとんど無視できると考えています。しかし、管理費用はかなり大きい、売上高の 9~12%を占めている。2015 年~2018 年における管理費用は売上高に比べて 10%から 8.5%引き下げると考えております。

株式の評価と投資アドバイス

加重平均資本コスト(WACC)

非危険利子率	5.23%
Beta	1.26
プレミアム市場	11.75%
株主資本のコスト	13.45%
借入コスト	12.03%
総債務／総資産	0.31
WACC	12.25%

ソース: BSC

私たちは FCFF 方法と NAV 方法に基づく業績を評価する。

FCFF 方法—2 成長段階

第 1 期(2014 年~2018 年): 大きく成長する

私たちは、フリー・キャッシュ・フローは 2014 年に 615 億ドンで、2018 年に 1,100 億ドンに達すると予想しております。

第 2 期: 長期的に成長する。長期的に成長率は 2.5%増となる。

加重平均資本コスト(WACC)

株主資本のコストは 13.45%、平均借入コストは 12.03%で、税率は 20%、債務／資本の割合は 31%で、VNE の加重平均資本コストは 12.25%である。

FCFF 方法に基づく、現在の流行株数は 6,041 万 4,946 株で、合理的な株価は 12,062VND／株である。

感度分析 – FCFF

感度分析	g	WACC						
		10.75%	11.25%	11.75%	12.25%	12.75%	13.25%	13.75%
株価	0.5%	12,060	11,231	10,476	9,787	9,154	8,572	8,034
	1.0%	12,740	11,839	11,023	10,280	9,601	8,978	8,404
	1.5%	13,494	12,510	11,623	10,818	10,087	9,418	8,804
	2.0%	14,335	13,253	12,284	11,410	10,618	9,897	9,238
	2.50%	15,277	14,082	13,017	12,062	11,201	10,421	9,711
	3.0%	16,341	15,011	13,834	12,785	11,844	10,996	10,228
	3.5%	17,551	16,059	14,749	13,590	12,557	11,630	10,795
	4.0%	18,941	17,253	15,783	14,493	13,351	12,333	11,420
	4.5%	20,554	18,623	16,960	15,512	14,241	13,116	12,113

ソース: BSC

NAV 方法

私たちは、現在で固定資産及び短期投資を評価しております。具体的には、同社は、2014 年第 4 四半期に短期的な債務に対する 34 億ドンを戻し入れる。フエ・ My Thuong 案件で土地の市場価格は 1m2 当たり 350 万ドン、販売することができる面積は 12 万 4,000m2 である。

資産評価

案件	価値	評価後価値	差額
My Thuong, Hue	211,530,974,892	436,212,000,000	224,681,025,108
Green Mark – Da Nang	58,087,708,757	58,087,708,757	-
VNECO Minh Khai	52,648,457,644	109,600,000,000	56,951,542,356
Green Tourism Lang Co	10,971,564,842	10,971,564,842	-
277 Ben Binh Dong	97,944,334,866	97,944,334,866	-
Others	1,189,833,497	42,089,833,497	40,900,000,000
Sum	432,372,874,498	754,905,441,962	322,532,567,464

ソース: BSC

NAV

	価値	評価後価値
総資産	1,670,112,740,534	1,746,950,697,326
短期的な資産	917,276,395,967	920,749,098,387
現金及び現金相当	85,365,897,532	85,365,897,532
短期投資、純	20,143,398,062	23,616,100,482
短期未収金	670,637,765,834	670,637,765,834
棚卸資産、純	101,442,466,593	101,442,466,593
他の短期的な資産	39,686,867,946	39,686,867,946
長期的な資産	752,836,344,567	826,201,598,939
長期未収金	8,000,000,000	8,000,000,000
肯定資産	681,540,187,590	754,905,441,962
長期金融投資	63,296,156,977	63,296,156,977
買掛金	912,062,495,012	912,062,495,012
株主資本の時価		834,888,202,314
株数		60,414,946
株価／株		13,819

ソース: BSC

株価

方法	株価	比率
FCFF	12,062	50%
NAV	13,819	50%
平均株価	12,941	

私たちは、合理的な株価は 13,000VND／株であると評価しております。



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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

投資コンサルタント

Le Hai Dung

(部長)

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Tran Thang Long

(部長)

longtt@bsc.com.vn

Tel: 0439352722 (118)

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower

35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi

Tel: (84 4) 2220 6647

Fax: (84 4) 2220 0669

Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,

Dist.1, HCMC

Tel: (84 8) 3812 8885

Fax: (84 8) 3812 8510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。