



株価チャート



投資アドバイス

投資アドバイス

希望株価	30,370
市場株価 (04.03.2015)	22,600
1ヶ月の見通し	増
3ヶ月の見通し	増
9ヶ月の見通し	増

取引情報

流行株式数(100万株)	256
時価総額(10億ドン)	5,581
帳簿価額(10億ドン)	3,559
外国人保有率(%)	5%
10日間の平均売買高(株)	1,156,336
52週間の安値	24,500
52週間の高値	6,000
直近7日間の増減率	-7%
直近1ヶ月の増減率	-2%

アナリスト

Vu Thu Ha

Email : havt@bsc.com.vn

投資ハイライト

私たちは FCFF 評価方法に基いて NT2 の株を強く買い、12 ヶ月の希望株価は現在(2015 年 3 月 4 日)の 34%より高い 1 株あたり 30,370VND であるとお勧めます。NT2 はコストを大幅に削減し、2015 年に EUR の下落傾向に恩恵を直接受ける。

PV Power NT2 は全国電気消費量の 3.4%を提供している。同工場の生産能力はベトナムで第 3 位となっている。2014 年の業績は大きく成長した。2014 年の税引後利益は 9,330 億ドンで、2013 年の 80 億に比べて急増した。2014 年 EPS は 3,645VND/株だった。

当社は、NT2 は以下の要素のおかげで 2015 年に好調な業績を維持できると評価しております。(1) 電気生産量は大きな修正がないことから、小幅に増加する。(2) 2015 年の減価償却は前年比 1,400 億ドン減少し続ける。(3) 予測によると、EUR は引き続き下落するので、企業は為替差益を大幅に計上する。(4) 為替差損の割当ては 2015 年に急減する。(5) 2011 年～2013 年における電気販売収入差額は 2014 年～2017 年に業績を計上する。

当社は NT2 の 2015 年業績を以下の通りに予測しております。(1) 場合 1: 企業は 2015 年に電気販売収入差額の 2,000 億ドンを計上すれば、2015 年の売上高は 7 兆 1,830 億ドンで、税引後利益は 6,170 億ドンに達す。2015 年 EPS は 2,411VND/株である。(2) 場合 2: 企業は 2015 年に電気販売収入差額の全額を計上すれば、2015 年の売上高は 7 兆 6,410 億ドンで、税引後利益は 1 兆 470 億ドンに達す。2015 年 EPS は 4,091VND/株である。

配当率: 企業は現金配当率が 2014 年に額面比 20%で、2015 年に額面比 15%予定。

NT2 は 2015 年 4 月、ホーチミン証券取引所に上場する。上場日は 2015 年 4 月 10 日～4 月 30 日予定。

財務指標	2010	2011	2012	2013	2014
売上高(10億ドン)	83	952	5,451	5,881	6,407
前年比増減率		1046.76%	472.57%	7.89%	8.94%
総資産(10億ドン)	11,503	14,473	13,486	12,186	11,760
株主資本(10億ドン)	2,776	2,777	2,782	2,788	3,589
流行株数(100万株)	256	256	256	256	256
税引後利益(10億ドン)	32	15	8	8	933
前年比増減率		-51.28%	-50.17%	6.99%	11251.65%
EPS(ドン/株)	124	60	30	32	3,645
帳簿価額(VND/株)	10,844	10,849	10,869	10,805	13,901
売上総利益率	100.00	10.38%	11.57%	13.72%	15.51%
ROS	38.12%	1.62%	0.14%	0.14%	14.56%
ROE	1.14%	0.56%	0.28%	0.29%	26.00%
ROA	0.28%	0.11%	0.06%	0.07%	7.93%

ソース: NT2, BSC

企業紹介

基本情報

会社名:	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
英語名:	ETROVIETNAM POWER NHONTRACH 2 JOIN STOCK COMPANY
略称:	PVPOWER NT2
住所:	Ap 3, Xa Phuoc Khanh, huyen Nhon Trach, tinh Dong Nai
Tel:	(061) 2225 899
Fax:	(061) 2225 897
Website:	http://www.pvpnt2.com/
資本金:	2,560,000,000,000 đồng
業種	電気・ガス業
主な事業	発電・電力生産販売

沿革

期間	イベント
15/06/2007	設立
06/04/2010	第2 ニオンチャック電力工場のガス売買契約を締結
21/02/2011	タービン 1 基は稼動し始め、生産能力は250MW。
14/09/2011	工場の稼動メンテナンスの契約を締結
16/10/2011	第2 ニオンチャック電力工場は正式に移動
02/05/2012	EVN と電気売買契約を締結
28/05/2014	EVN と電気売買契約を正式に締結

2014 年 8 月 30 日までの株主構成

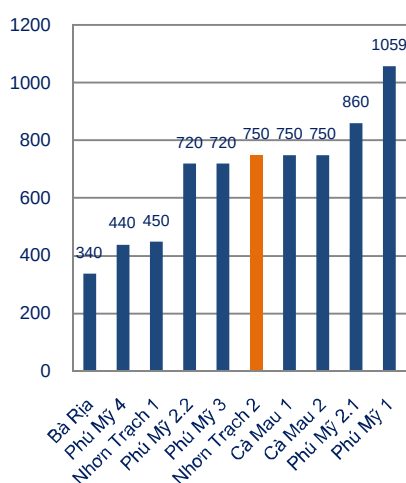
名前	保有株数	保有率 (%)	株式種類
EVN	160,766,150	62.8%	普通株式
技術開発有限会社 (CFTD)	21,384,000	8.35%	普通株式
Vinacomin 電力総公社	12,800,000	5%	普通株式
ベトナム郵便通信グループ	12,800,000	5%	普通株式
Electric Power Development Co., Ltd	12,800,000	5%	普通株式

2014 年 12 月 31 日までの株主構成

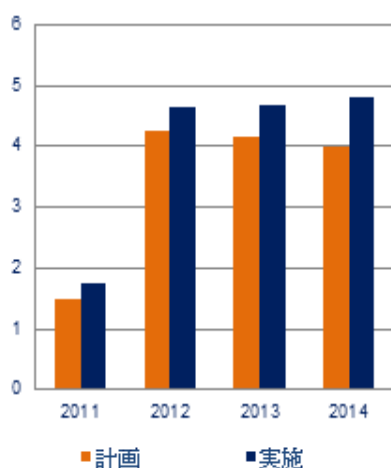
ポートフォリオ	株式数	保有率 (%)	株式種類
国有株主	186,366,150	72.8%	
内部株主	22,000	0.0086%	
- 取締役	7,500	0.0029%	普通株式
- 監査員	0	0%	普通株式
- 社長員	14,500	0.0057%	普通株式
他の株主	69,611,850	27%	
- 国内	56,811,850	22.2%	普通株式
- 海外	12,800,000	5%	普通株式
合計	256,000,000	100%	普通株式

コア事業

ベトナムに火力発電所



商用電気生産量



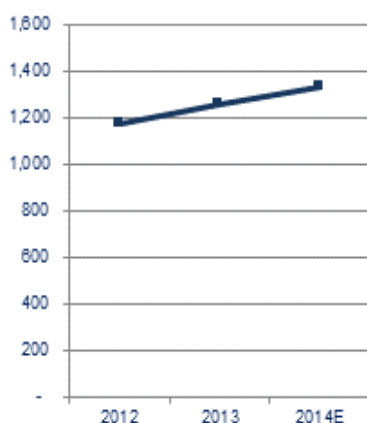
NT2 の第2 ニオンチャック火力発電所は2011年2月21日以来運転した。第2 ニオンチャック火力発電所の出力は750メガワットで、Phu My 1とPhu My 2の後、第3位となった。2014年の発電量は48億 kWhで、全国電気消費量の3.4%を提供している。

2014年の業績は大きく成長した。2014年の売上高は6兆4,070億ドンで、前年比8%増となった。2014年の税引後利益は9,330億ドンで、2013年の80億に比べて急増した。2014年EPSは3,645VND/株だった。税引後利益は以下の原因のおかげで急増した。(1)電気消費量は前年比2.8%増の48億 kWhに達した。(2)電気販売価格は前年比6%増となった。(3)工場の生産能力工場向けの増設設備の原価償却の期間は10年間から14年間に延長されたので、原価償却のコストは1,430億ドンに削減する。(4)EURは2014年に急減したので、為替差益4,240億 VNDを計上する。

成長見通し

商用電力生産量は年を経て増加している。2014年に、工場の稼働はメンテナンスのために20日間に中止したものの、商用電力生産量は前年比3%増の48億 kWhに達し、総生産能力の74%を占めた。2015年に商用電力生産量は前年比25%増の48億7,500 kWhに達すると予測された。

平均な電気販売価格



競争力のある電力市場で効果的に稼働している。2012 年 7 月以来競争力のある電力市場に正式に参加している。NT2 の年間電気生産量 10～15%は同市場に消費された。競争力のある電力市場に参加するとき、NT2 はいくつかの利点がある。これは、(1)同工場の設計と技術は急激な負荷を変動できるし、発電容量を増減する能力は非常に柔軟であるので、発電がオーバになる時、システムへの電力供給するため優先される。(2)地位について利点である。同工場はドンナイ県に位置しており、多くの工業工場に集中しているダイナミックな経済地域であるので、電力消費需要が高い。また、南部の商用電力消費量 20%はまだ北部及び中部から転送しなければならない。

電気販売の価格は正式に締結され、電気販売収入差額に計上する。2014 年 5 月で NT2 は EVN と電気販売の契約を締結した。正式に締結された電気販売の価格は過去に一時的に計上された価格より高かったので、NT2 が 2014 年～2017 年における電気販売収入差額 8,000 億ドンを受ける。また、企業は 2014 年に 2,450 億ドンを受けた。

消費量は投入変動リスクを受けない。EVN と NT2 は 2011 年～2021 年における PPA 電力購入契約を締結した。締結された電気料金は固定価格と価格変更を含む。そのため、投入価格の変動リスクは購入者に転送されます。

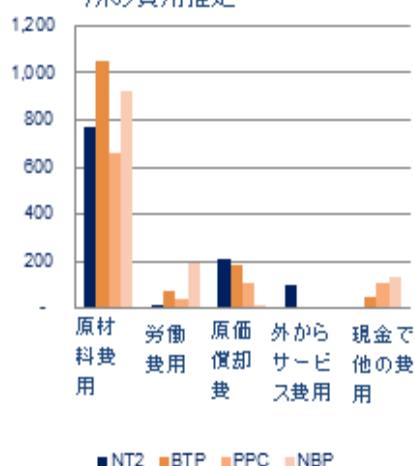
原価償却費は 2014 年から急減している。減価償却費は燃料費の後に 2 番目に大きな費用であり、2011 年～2013 年における総生産コストの 20%を占めている。工場の生産能力工場向けの増設設備の原価償却の期間は 2014 年第 3 四半期から 10 年間から 14 年間に延長された。そのため、原価償却のコストは 2014 年に 1,430 億ドンで、前年比 2015 年に 1,400 億ドンに追加削減する。

労働コストを削減。NT2 の労働コストは 1 kWH 当たり 12VND で他の火力発電所より削減されている。

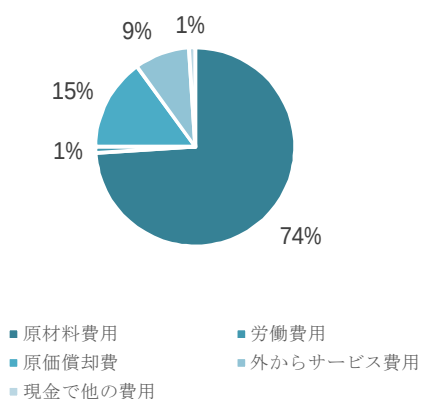
制限

ガス価格は企業の生産費用の 70%を占めている。NT2 の燃料

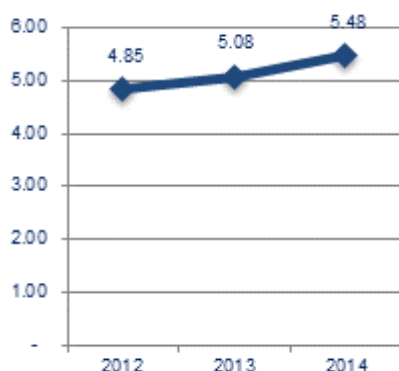
2013年に1kWh当たり火力発電所の費用推定



2014年にNT2の生産費用



平均なガス購入価格



消費は 1kWh 当たり 0.18m³ であると推定されている。

2015 年にガス不足の可能性がある。PVGAS の報告によると、2015 年には、火力発電所にガスを供給するのは定期的なメンテナンスや機器の交換により 65 日間以内中断される。そのため、同工場は高コストで燃料油(FO)として使用する可能性がある。ガスがない場合は、最大の生産能力は 1 日あたり 2,600t である。しかし、長期的には、投入ガスは、NT2 がペトロベトナムガス株式会社(GAS)と 2011 年～2036 年におけるガス購入契約を締結したことから、保証されている。

投入ガス価格の不利。NT2 の発電所は火力発電所より遅く稼動していたので、ガス価格は他の工場より高かった。GAS から購入しているガス価格は既に締結されているので、原油価格から影響されない。また、NT2 のガス購入価格は、2015 年 3 月 1 日から 3%/年で引き上げた。しかし、GAS のデータによると、PVN は、燃料油の価格に基づいて市場価格で締結されるガス販売価格を調整するための商工省に提案を提出した。

企業財務

基本的な指標	2011	2012	2013	2014
資本構成				
借入/株主資本	3.76	3.36	3.03	1.92
総資産/株主資本	5.21	4.85	4.37	3.28
資産構成				

長期資産/総資産	0.87	0.85	0.84	0.78
短期資産/総資産	0.13	0.15	0.16	0.22
支払い能力				
当座比率	0.72	0.75	0.85	0.98
流動比率	0.79	0.82	0.95	1.10
活動能力				
売掛資産回転日数	26	5	-	-
棚卸資産回転日数	39	14	15	17
買掛資産回転日数	190	32	14	2
利益性(%)				
売上総利益率	10.38%	11.57%	13.72%	15.51%
ROS	1.62%	0.14%	0.14%	14.56%
ROE	0.56%	0.28%	0.29%	26.00%
ROA	0.11%	0.06%	0.07%	7.93%

資金返済の圧力が高い。NT2 は発電所の建設資金を調達するために、外国銀行からの長期借入金を使用している。そのうち、元金及び借入コストは 19 回目で 1 回 6 か月に支払わなければならない。NT2 は 1 回で元金の 1,026 万 7,703EUR と 1,123 万 8,391USD を支払わなければならない。そのため、営業活動によるキャッシュフローは、主に毎年借金を支払うために使用される。現金残高は低い。

長期資産の割合が減少。新規投資は低いが、減価償却費日及び長期前払費用が大きく分類されているので、長期資産の割合は年を経て減少している。一方、流動資産は電気販売の収入が増加しているので、増加した。

支払い可能が段々改善されている。2011 年～2014 年における流動資産は 32%増となって、期負債額は小幅に 4%減少した。

稼働能力が良い。NT2 によると、EVN の決済期間は 1～2 ヶ月で、GAS へ NT2 の決済期間は 2～3 ヶ月である。

利益性が急増。2015 年に商用発電を開始した。売上総利益率は年を経て 2011 年の 10.38%から 2014 年の 15.51%に増加している。主な理由は、NT2 が競争力のある電力市場における電力販売を効果的に実施したため。また、2012 年～2013 年における為替レートの変動に大きく影響したことにより、NT2 は大きな為替差損を計上したが、2014 年に為替差益を大幅に計上した



ので、税引後利益は急増した。

為替差益が大きい。EUR の下落で、NT2 は 2014 年に為替差益 4,240 億ドンを計上した。また、EUR はユーロは欧州の金融を緩和する政策のため、2015 年に大幅に引き続き下落すると予測されている。具体的には、Goldman Sachs の予測によると、対 USD 皮製レートは 2015 年末に 1.08 で、2016 年末に 1 で、2017 年末に 0.9 となる。一方、VND 対 USD 為替レートはベトナムの固定な為替政策により、あまり変動しないだろう。そのため、NT2 は今後の 3 年間に為替差益を大幅に計上すると期待されている。

為替差損の割り当ては 2015 年から大幅に減少した。2011 年～2014 年における企業は年間に為替差損 1,260 億ドンを割り当てた。2014 年に割り当てるために待っている為替差損は 660 億ドンとなった。そのため、2015 年に為替差損は前年比約 600 億ドン減少する。為替差損の割り当ては 2015 年に完了する。

2015 年～2018 年における発電所を修復するためコストを割り当て。2014 年には、発電所の EOH 稼動時間は 2 万 5,000 時間に達した時、NT2 は技術要求に応じて修復した。同修復費用は 730 億ドンだった。この費用は次の EOH 稼動期間に計上され、割り当てられる。この費用は 2015 年～2018 年における年間 180 億ドン割り当てされる予定。

法人税は 2015 年以来 5%引き上げる。NT2 は 4 年間に免税対象となった後、2015 年以来法人税の 5%を納税しなければならない。

投資リスクの評価

投入コスト変動のリスク。ガス購入契約は、NT2 は GAS と締結しているガス販売契約の期間は 2011 年～2035 年の 25 年間である。そのうち、ガス購買価格は直接締結され、原油価格により影響されない。しかし、ガス量が減少すると、電気生産は高コストで燃料油予備を使用しなければならないことにより、困難を直面する。

出力価格変動のリスク。電力事業の特徴は、電気料金が国家の価格調整に依存しているということ。しかし、NT2 と EVN の電気販売契約は 2011 年～2021 年の 10 年間に締結された。同契約は 2014 年 5 月から正式に締結された。そのため、出力価格変動のリスクは低レベルにあると評価しております。

為替レートリスク。私たちは、為替レートリスクは最も大きなリスクであり、企業の業績にもっとも大きく影響すると評価しております。感度分析によると、VND 対 USD、EUR 為替レートは 2015 年に 1%増／減となれば、企業の税引前利益はそれぞれ、340 億ドン減、310 億ドン増となる。

流動性のリスク。元金の支払い圧力が大きくなることから、企業は流動性のリスクを直面している。しかし、流動性のリスクは年を経て現象している。流動比率は 2011 年の 0.79 から 2014 年の 1.10 に上げた。

業績の予測

当社は、以下の仮定に基づいて、NT2 の業績を予測しております。

- 2015 年に電気生産量は前年比小幅に増加する。NT2 は 2015 年の電気生産量を 2016 年と 2018 年に維持する。NT2 の発電所は 2017 年、3 か月に工場の稼働メンテナンスを行うので、電気生産量は急減するだろう。
- 投入ガス価格は 2015 年 3 月 1 日から 3%/年引き上げる。
- 投入コストの増加傾向と共に、競争力のある電力市場における電気価格が増加する。
- NT2 は 2017 年に工場の稼働メンテナンスを行う。
- Goldman Sachs の予測によると、対 USD 皮製レートは 2015 年末に 1.08 で、2016 年末に 1 で、2017 年末に 0.9 となる。
- VND 対 USD 為替レートは年間 1%引き上げる。

予測結果

ケース 1: 企業は 2015 年に電気販売収入差額の 2,000 億ドン
を計上すれば、2015 年の売上高は 7 兆 1,830 億ドンで、税引
後利益は 6,170 億ドンに達す。2015 年 EPS は 2,411VND/株
である。

ケース 2: 企業は 2015 年に電気販売収入差額の全額を計上す
れば、2015 年の売上高は 7 兆 6,410 億ドンで、税引後利益は
1 兆 470 億ドンに達す。2015 年 EPS は 4,091VND/株である。

株価の評価と投資アドバイス

株価の評価

私たちは NT2 株を評価するために FCFF 評価方法をに基づく。

いくつかの仮定

- 株主資本費用率は 16.49% で、以下の仮定に基づいて
CAPM 方法により計算される。(1) 1 年間のベータは 0.85。
(2) 市場利回りは 2009 年～2014 年の 5 年間における VN
指数の利回り(11.75%)である。(3) リスクない金利: 国債
入札の金利(5 年間期限)は 6.50%である。
- 平均借入コスト率は 3.75%。
- 法人税率は 5%。
- 借入/株主資本の比率は 2014 年～2018 年における 44
/56 で、2018 年以後の 30/70 である。

2 段階成長モデル

- **2015 年～2018 年における第 1 期:** 高速で電気生産量を通
じて NT2 の急成長の期間に対応する。
- **2018 年後からの第 2 期:** 長期的な成長。長期成長率は
GDP の予測成長率より低い、5%であると予測されている。

投資アドバイス

私たちは NT2 株を強く買い、12 ヶ月の希望株価は 2015 年 3
月 4 日の株価に比べての 34%より高い 1 株あたり 30,370VND
であるとお勧めます。私たちは、NT2 は 2015 年、電気生産量

が小幅に増加し、EUR が引き続き下落すると予測され、2011年～2013年における電気販売収入差額は2014年～2017年に業績を計上することで引き続き成長すると期待しております。

感度分析

感度分析	g	WACC						
		9.38%	9.88%	10.38%	10.88%	11.38%	11.88%	12.38%
株価	2.5%	28,673	25,653	22,965	20,556	18,385	16,417	14,626
	3.0%	30,999	27,663	24,713	22,087	19,734	17,612	15,689
	3.5%	33,654	29,937	26,678	23,797	21,231	18,931	16,858
	4.0%	36,710	32,531	28,901	25,717	22,902	20,395	18,148
	4.5%	40,268	35,519	31,437	27,890	24,780	22,029	19,579
	5.0%	44,461	38,996	34,357	30,370	26,905	23,865	21,178
	5.5%	49,476	43,094	37,756	33,225	29,329	25,943	22,973
	6.0%	55,582	47,996	41,762	36,548	32,120	28,313	25,005
	6.5%	63,176	53,964	46,554	40,464	35,369	31,043	27,323
	7.0%	72,880	61,387	52,387	45,148	39,198	34,219	29,992
	7.5%	85,715	70,872	59,643	50,851	43,778	37,964	33,098

ソース: BSC

2015年～2018年における業績の予測

ケース 1:

	2015F	2016F	2017F	2018F
流動資産(10 億ドン)	2,516	2,993	2,646	3,064
非流動資産(10 億ドン)	8,398	7,701	7,210	6,479
総資産(10 億ドン)	10,914	10,694	9,856	9,543
短期債務(10 億ドン)	2,164	2,255	2,097	2,174
長期債務(10 億ドン)	4,672	3,569	2,494	1,490
株主資本(10 億ドン)	4,078	4,870	5,264	5,878

業績	2015F	2016F	2017F	2018F
売上高(10 億ドン)	7,183	7,524	5,723	7,374
売上総利益(10 億ドン)	821	1,158	625	882
資産運用収益	274	149	166	132
財務費用(10 億ドン)	374	257	203	152
税引後利益(10 億ドン)	617	920	522	742
ROE	15%	19%	10%	13%

帳簿価額(VND/株)	15,812	18,907	20,446	22,845
-------------	--------	--------	--------	--------

EPS (VND/株)	2,411	3,594	2,039	2,900
-------------	-------	-------	-------	-------

ケース 2:

	2015F	2016F	2017F	2018F
流動資産(10 億ドン)	2,932	3,220	2,679	3,093
非流動資産(10 億ドン)	8,398	7,701	7,210	6,479
総資産(10 億ドン)	11,329	10,921	9,889	9,572
短期債務(10 億ドン)	2,150	2,240	2,086	2,159
長期債務(10 億ドン)	4,672	3,569	2,494	1,490
株主資本(10 億ドン)	4,508	5,112	5,309	5,923
帳簿価額(VND/株)	17,492	19,853	20,620	23,019

業績	2015F	2016F	2017F	2018F
売上高(10 億ドン)	7,641	7,324	5,523	7,374
売上総利益(10 億ドン)	1,279	958	425	882
資産運用収益	274	149	166	132
財務費用(10 億ドン)	374	257	203	152
税引後利益(10 億ドン)	1,047	732	324	742
ROE	23%	14%	6%	13%
EPS (VND/株)	4,091	2,861	1,267	2,900

ソース: BSC

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 Duong

(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。