

推奨

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (業界分析)
hanhntk@bsc.com.vn

目標価格	42,300
終値	34,800
Upside	21.5%

Nguyễn Tiến Đức (テクニク分析)
ducnt@bsc.com.vn

目標価格	42,000
損切値	33,000

市場データ

発行済株式数(100 万株)	118.648
時価総額(10 億ドン)	4,070
過去 52 週間の最高値(VND)	45,000
過去 10 日の売買高(株)	282,571
外国人投資家の保有率	15.5%

株価の推移(1 年間)



購入

評価

BSC は HDG の理論価格を 11 月 12 日の終値比 21.5%増の 4 万 2,300VND/株と評価し、HDG の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は、2019 年には、HDG の売上高を前年比 37.3%増の 4 兆 4,220 億ドン、親会社株主帰属利益を前年比 33.4%増の 8,450 億ドン、EPS を 7,030VND/株、PEFW を 5xと予想しております。売上総利益率は 42%で、前年同期の 38.6%から増加した。

投資観点

(1) Hado Centrosa Garden 案件は不動産事業の 2020 年利益に寄与する。土地面積は 124 ヘクタールであり、今後成長原動力となるだろう。

。

(2) エネルギー事業は利益構成に大きな割合を占め、不動産事業にサポートしている。

(3) 魅了な評価がある。

投資リスク

- 2020 年以降の不動産プロジェクトは予定の通りに実施されていない。
- 2019 年～2023 年の期間における不動産プロジェクトとエネルギー案件は投資元本が高額を要ります。
- エルニーノ現象は水力発電事業のビジネスに影響を与えます。

業績アップデート

- (1) 2019 年 9 ヶ月の業績:総収入は前年同期比 132% 増の 3 兆 1,180 億ドン、年間計画の 64%を達成した。税引後利益は前年同期比 3.5 倍増の 7,950 億ドン、年間計画の 100%を達成した。
- (2) ワラント付け社債進捗(発行額 5,000 億ドン相当): HDG は、2019 年第 4 四半期に契約書と投資金実行の手続き完成している。
- (3) HDG は 2019 年の現金配当を 1,000VND/株(額面比 10%)で支払う予定。

いくつかの基本的な財務指標

指標	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
総資産(10 億ドン)	6,700	8,416	11,087	15,701	22,125
株主資本(10 億ドン)	1,834	2,084	2,691	3,385	4,808
収入(10 億ドン)	1,988	2,297	3,221	4,390	6,533
税引後利益(10 億ドン)	236	178	633	741	1,137
EPS (VND/株)	3,109	1,936	6,873	6,159	9,295
ROS	11.8%	7.8%	19.7%	16.9%	17.4%
ROE	15.0%	9.1%	26.5%	24.4%	27.8%
ROA	4.8%	2.4%	6.5%	5.5%	6.0%

BSC は HDG の理論価格を 11 月 14 日の終値比 21.5%増の 4 万 2,300VND/株と評価し、HDG の投資評価を「買い」と推奨しております。

不動産事業は
2020 年に利益を計
上する。

- Hado Centrosa Garden 案件は不動産事業の 2020 年利益に寄与する。総収入は前年比 56%増の 4 兆 4,650 億ドンに達す見込みだ。売上総利益率は 43%となる見込みだ。
- Hado Charm Villas (Dragon City), Nongtha Central Park (ラオス)と Hado Green Lane などの展開している案件は 2020 年～2023 年の期間に収入を計上する予定。
- 124 ヘクタールの土地面積は今後成長の原動力となるだろう。

エネルギー事業は
利益構成に大きな
割合を占め、不動
産事業にサポート
している

	- エネルギー事業の年間収入は約 7,300 億～7,800 億ドンに達す見込みだ。 - 第 4Song Tranh 水力発電所と第 2Dak Mi 水力発電所は 2021 年以降 HDG のエネルギー事業の生産能力を 159MW から 353MW に引き上げさせるだろう。
魅了な評価	- P/E T12M = 3.7 である。 - HDG のこの評価は同事業がある他の企業より低いだ。
企業評価	- 不動産事業の価値は 2 兆 6,590 億ドンと推定されている。 - エネルギー事業の価値は 4 兆 4,090 億ドンと推定されている。 - 商業・ホテル用不動産事業の価値は 9,940 億ドンと推定されている。建設事業の価値は約 780 億ドンと推定されている。 2020 年以降の不動産プロジェクトは予定の通りに実施されていない。 2019 年～2023 年の期間における不動産プロジェクトとエネルギー案件は投資元本が高額を要ります。 - エルニーノ現象は水力発電事業のビジネスに影響を与えます。

企業概要

企業概要

主な事業

HDG のコア事業は不動産事業、建設事業とエネルギー事業である。

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年 上半期
--	------	------	------	------	------	---------------

各事業の資産構成

不動産	69.8%	58.7%	55.9%	63.2%	61.0%	52.5% ↓
建設	23.4%	20.9%	9.6%	8.1%	6.2%	4.4%
水力発電			23.9%	20.3%	24.1%	38.7% ↑
他の事業	6.9%	20.4%	10.7%	8.5%	8.7%	4.4%

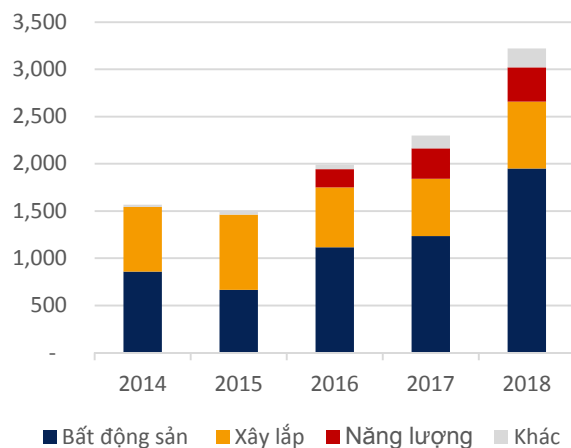
各事業の株主資本構成

不動産	72.0%	49.7%	33.4%	31.4%	37.4%	45.5%
建設	14.6%	10.2%	6.2%	5.7%	5.2%	3.0%
水力発電			31.6%	34.5%	41.0%	44.6% ↑
他の事業	13.4%	40.1%	28.9%	28.4%	16.4%	6.8%

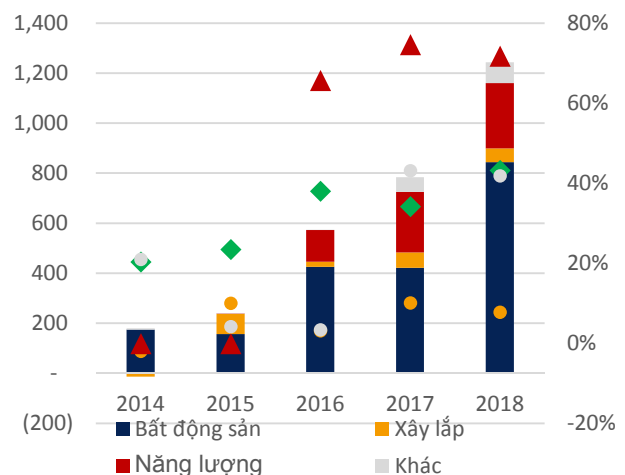
ソース: HDG, BSC Research

不動産事業とエネルギー事業は HDG の利益に寄与している 2 つの重要な事業である。不動産事業とエネルギー事業はそれぞれ、2018 年の売上総利益率に 67%と 21%を寄与した。エネルギー事業の売上総利益率は最高水準となった。不動産事業の売上総利益率は 20~40%の範囲で維持している。

収入構成
(単位:10億ドン)



コア事業の収入と売上総利益率の構成



ソース: HDG, BSC Research

不動産事業

不動産事業は建設事業から発展しており、多くのプロジェクトが高い利益率で成功的に実施されています。

- 不動産事業の売上総利益率は高い水準で維持し、2014 年～2015 年の期間における 17～20%であり、2013 年～2018 年の期間における 31%だった。

Hado Centrosa 案件は HDG の最初の大規模な案件である。そのうち、タウンハウスは 115 戸であり、アパートは 2,187 戸である。同案件の面積は 6.85 ヘクタールである。同案件の収入は 10 兆トンと見込まれた。同案件の収入は 2017 年から計上されている。

エネルギー事業

HDG は Za Hung 株式会社における保有率を 37%から 52%に引き上げた後、2016 年からエネルギー事業を合併した。

2019 年には、HDG の発電生産能力の合計は 159MW であり、そのうち、水力発電所と太陽発電所の生産能力はそれぞれ、119MW と 40MW だった。

また、HDG は 2020 年～2021 年の期間における再生可能エネルギー案件の研究と評価を続けている。投資総額は約 12 兆ドルの予定。

稼動中か投資中エネルギー案件

	稼動 期間	地位	生産 能力 (MW)	生産能力 (100 万 kWh/年)	投資総 額 (100 億ド ン)	投資総額 ／生産能 力 (10 億ドン /MW)
水力発電						
Za Hưn	2009	Quảng Nam	30	123	503	17
Nậm Pông	2013	Nghệ An	30	123	796	27
Nhạn Hạc	2018	Nghệ An	59	220	1,881	32
Sông Tranh 4 (*)	2020	Quảng Nam	48	180	1,700	35
Đăk Mi 2 (*)	2020	Quảng Nam	98+48	450	3,100	21
太陽発電						
Hồng Phong 4	2019	Bình Thuận	40	98	1,100	28
現在の生産能力			159	564		
2020 年後の生産能力			353	1,194		

ソース: HDG, BSC Research



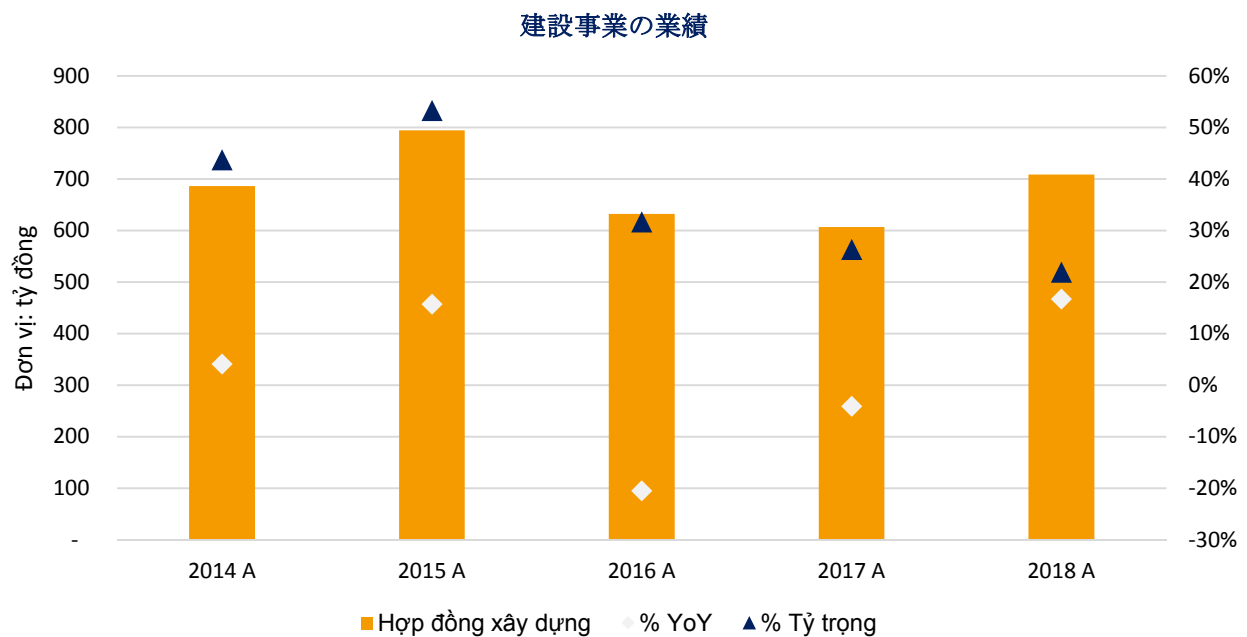
- ✦ 稼働中水力発電案件
- ✦ 建設中水力発電案件
- ✦ 稼働中エネルギー発電案件

ソース: HDG, BSC Research

Hồng Phong 4

建設事業

建設事業は HDG の最初の事業である。建設事業は HDG の総収入に 25～40%に寄与している。



ソース: HDG, BSC Research

ホテル賃貸・投資用不動産事業

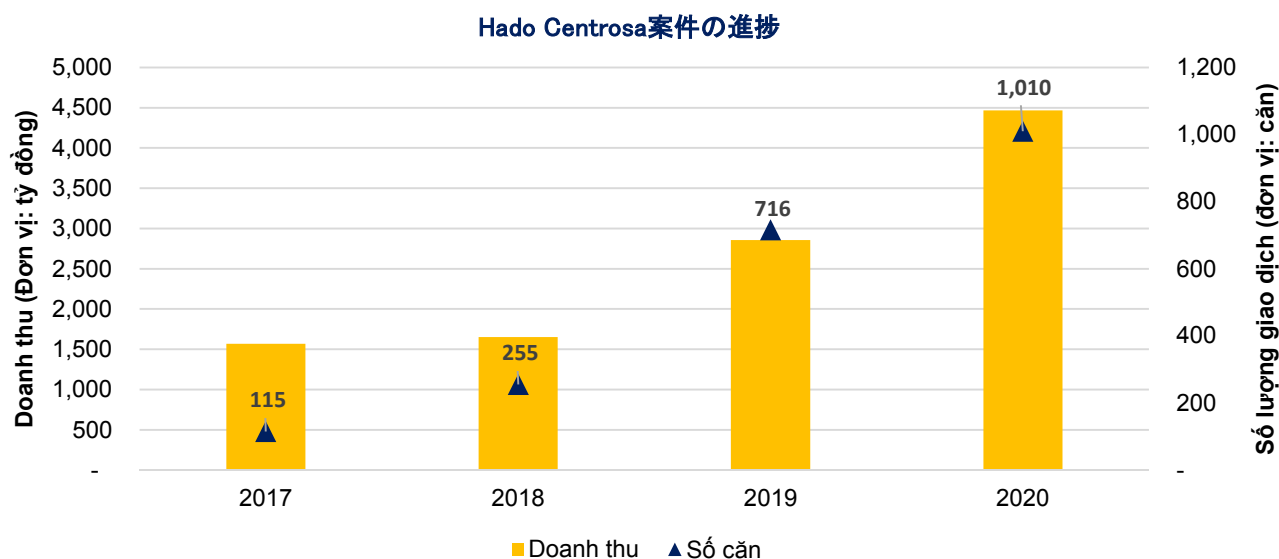
ホテル賃貸・投資用不動産事業は約 800 億～900 億ドンと安定的な収入をもたらしている。ホテル・オフィス事業の入居率はそれぞれ、83%、100%となった。

今後、HDG のオフィス賃貸面積は Hado Centrosa 案件の商業用フロアが運営すると、大幅に増加すると予測しております。

投資理論

第 1 理論点 : Hado Centrosa Garden 案件は不動産事業の 2020 年利益に寄与する。総収入は前年比 56% 増の 4 兆 4,650 億ドンに達す見込みだ。売上総利益率は 43% となる見込みだ。土地面積は 124 ヘクタールであり、今後成長の原動力となる。

Hado Centrosa Garden 案件の Iris 棟は 2020 年に計上され、総収益が 4 兆 4,160 億ドンとある見込まれた。これは Hado Centrosa Garden 案件の最後の 4 棟である。



ソース: HDG, BSC Research

2020 年後の不動産事業の収入と利益は Hado Charm Villas (Dragon City), Noongtha Central Park (ラオス) と Hado Greenlane などの 2020 年に展開される案件から由来する。

第 2 理論点 : エネルギー事業は利益構成に大きな割合を占め、不動産事業にサポートしている。

エネルギー事業は高い収益性と安定したキャッシュフローをもたらす事業であるため、HDG のエネルギー事業への投資は正しい方向であると評価しております。

2016 年～2018 年の期間における HDG のエネルギー事業は売上総利益率を 65～75% で維持し、水力発電企業の平均水準より高かった。この事業は HDG の売上総利益に 20～30% に寄与している。水力発電事業の高い売上総利益は以下の要素から由来した。

- 2014 年～現在までの平均電気販売価格は 1,030～1,600VND/kWh であり、他の水力発電企業の平均電気販売価格比 1000VND/kWh と高かった。

売上総利益率は段々 75～80% に増加すると予測された。

(1) 水力発電事業の利益は向上されている。

2014 年～2019 年の期間における回避コスト

単位 <i>i</i> : VND / kWh	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
雨季の通常時間	566	613	612	612	622	619	1.8%
乾季の通常時間	611	624	607	607	617	664	1.7%
乾季のラッシュアワー	2,422	2,783	2,848	2,848	2,921	2,969	4.2%

ソース: EVN, BSC Research

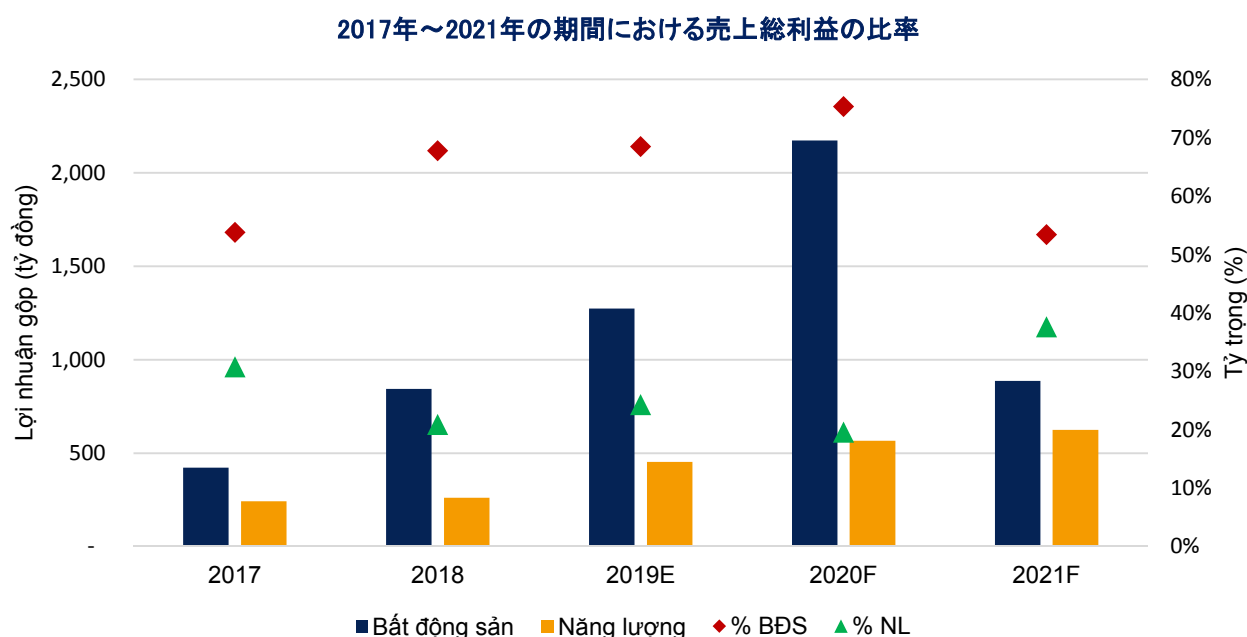
(2) 第 4Hong Phong 太陽発電案件の売上総利益率は約 70%であると予測された。

太陽発電案件

企業	案件名	地位	生産能力 (MW)	投資総額 (100 億ドン)	投資総額 ／生産能力 (10 億ドル /MW)
Bamboo Capital	Phú Ninh	Quảng Nam	200.0	208.0	1.0
	Khê Tân	Quảng Nam	200.0	208.0	1.0
	Thanh Hoa BCG1	Long An	100.0	104.0	1.0
	Thanh Hoa BCG2	Long An	40.0	41.0	1.0
	Tân Thanh	Long An	100.0	104.0	1.0
Sao Mai	Tịnh Biên 2	An Giang	58.0	58.0	1.0
	Tịnh Biên 3	An Giang	44.0	44.0	1.0
	Tịnh Biên 4	An Giang	62.0	62.0	1.0
Điện Gia Lai	Hàm Phú 1	Bình Thuận	49.0	46.0	0.9
	Hàm Phú 2	Bình Thuận	49.0	46.0	0.9
	Đức Huệ 1	Bình Thuận	49.0	43.0	0.9
	Phong Điền	Huế	35.0	30.0	0.9
	Mỹ Sơn	Ninh Thuận	30.0	30.0	1.0
Genco 3	Vĩnh Tân 2	Bình Thuận	43.0	50.0	1.2
Fecon	Vĩnh Hảo 6	Bình Thuận	50.0	59.0	1.2
Licogi	LIG Quảng Trị	Quảng Trị	50.0	53.0	1.1
Vneco	Vneco	Vĩnh Long	49.0	51.0	1.0
CHP	Cư Jurt	Đắk Nông	50.0	68.0	1.4
TV2	Sơn Mỹ 3.1	Bình Thuận	50.0	65.0	1.3
Hà Đô	Hồng Phong 4	Bình Thuận	48.0	48.0	1.0
平均					1.05

ソース: HDG

HDG の発電生産能力の合計は現在 159MW である。第 4Song Tranh 水力発電所と第 2Dak Mi 水力発電所が稼動すると、2021 年以降 HDG のエネルギー事業の生産能力を 159MW から 353MW に引き上げさせるだろう。エネルギー事業は総収入に年間 7,000 億～8,000 億ドンを寄与しているが、売上総利益率が 75%以上であることで、エネルギー事業の売上総利益が不動産業のものより高かった。BSC はエネルギー事業が 2021 年以降主に HDG の利益に寄与すると推定しております。



ソース: BSC の予想

2 案件の水力発電案件は良い利益をもたらし、HDG の成長に寄与すると予測された。

第 3 理論点: 魅了な評価

企業の財務指標と評価の概要

銘柄	時価 総額 (10 億 ド ン)	2018 年 の 資 産 (10 億 ド ン)	2018 年 の 収 入 (10 億 ド ン)	税 引 後 利 益 (10 億 ド ン)	2018 年 の 債 務 係 数	ROA	ROE	P/ E	P/ B	EV/EB ITDA
建設活動・不動産・電気										
HDG VN Equity	4,070	11,087	4,452	989	75.7%	8.6%	60.4%	4.0	2.0	5.1

銘柄	時 価 総 額 (10 億 ド ン)	2018 年 の 資 産 (10 億 ド ン)	収 入 (10 億 ド ン)	税 引 後 利 益 (10 億 ド ン)	2018 年 の 債 務 係 数	ROA	ROE	P/ E	P/ B	EV/EB ITDA
DPG VN Equity	1,948	4,647	1,573	138	77.7%	3.2%	19.7%	14. 3	2.7	9.9
REE VN Equity	11,82 8	15,50 0	5,167	1,632	35.9%	10.1%	18.1%	7.2	1.2	10.9
PC1 VN Equity	3,186	6,597	5,660	412	50.3%	5.6%	13.2%	7.9	1.0	7.1
平均	5,258	9,458	4,213	793	59.9%	6.9%	27.8%	8.4	1.7	8.3
中位								7.6	1.6	8.5
不動産										
KDH VN Equity	13,80 1	10,22 8	3,238	804	32.5%	7.9%	11.9%	16. 9	2.0	N/A
DXG VN Equity	8,842	13,72 9	5,039	1,096	54.8%	9.2%	27.0%	5.7	1.4	5.6
NLG VN Equity	6,894	9,574	3,005	809	44.8%	8.7%	19.2%	7.9	1.5	8.2
PDR VN Equity	8,585	11,05 7	3,673	644	68.2%	5.7%	19.2%	13. 3	2.3	14.9
SCR VN Equity	2,205	10,89 5	1,506	179	58.8%	1.7%	4.3%	12. 2	0.5	19.7
DIG VN Equity	4,425	6,832	2,039	191	52.9%	4.2%	9.0%	13. 2	1.2	17.1
VPI VN Equity	6,656	6,722	258	422	63.4%	8.1%	20.6%	15. 7	3.0	26.5
HPX VN Equity	5,400	7,554	2,020	437	65.9%	6.4%	19.3%	11. 7	2.0	19.3
平均	7,101	9,574	2,597	573	55.2%	6.5%	16.3%	12. 1	1.7	15.9
中位								12. 7	1.8	17.1
建設										

銘柄		時 価 総 額 (10 億 ド ン)	2018 年 の 資 産 (10 億 ドン)	収 入 (10 億 ドン)	税 引 後 利 益 (10 億 ドン)	2018 年 の 債 務 係数	ROA	ROE	P/ E	P/ B	EV/EB ITDA
VNE Equity	VN	285	1,505	791	(24)	35.3%	-1.4%	-2.4%	0.0	0.3	27.8
CTD Equity	VN	7,386	16,823	25,986	1,101	52.7%	7.1%	13.4%	7.3	0.9	3.5
HBC Equity	VN	3,255	15,901	19,251	509	81.6%	3.4%	16.2%	6.2	1.0	6.4
PHC Equity	VN	298	2,448	3,300	62	83.1%	2.7%	19.7%	4.6	0.8	8.9
LCG Equity	VN	915	4,230	2,798	186	65.2%	5.0%	14.5%	4.4	0.6	N/A
VCG Equity	VN	11,661	20,085	9,516	653	60.2%	3.2%	9.9%	19. 5	1.8	13.6
平均		3,967	10,165	10,273	414	63.0%	3.4%	11.9%	7.0	0.9	12.0
中位									5.4	0.9	8.9
水力発電											
S4A VN Equity		1,182	1,123	283	116	57.3%	10.4%	24.9%	10. 3	2.6	8.1
VSH VN Equity		4,011	7,960	398	156	62.4%	2.0%	5.2%	25. 6	1.3	34.0
CHP VN Equity		2,841	2,849	584	172	38.2%	5.2%	9.9%	16. 5	1.6	10.6
SJD VN Equity		1,387	1,459	429	141	33.2%	9.8%	16.7%	9.9	1.7	5.9
TBC VN Equity		1,588	1,006	384	201	12.0%	21.1%	22.0%	8.0	1.7	4.5
SHP VN Equity		2,080	2,312	598	175	46.6%	7.7%	15.7%	12. 5	2.0	N/A
SEB VN Equity		957	842	205	83	40.4%	9.6%	19.4%	12. 1	2.4	9.4

銘柄	時 価 総 額 (10 億 ド ン)	2018 年 の 資 産 (10 億 ドン)	収 入 (10 億 ドン)	税 引 後 利 益 (10 億 ド ン)	2018 年 の 債 務 係数	ROA	ROE	P/ E	P/ B	EV/EB ITDA
平均	2,007	2,507	412	149	41.4%	9.4%	16.3%	13. 6	1.9	12.1
中位								12. 1	1.7	8.7

ソース: Bloomberg, BSC Research

PE	15.8	9.0	12.2	5.9	3.7
PB	1.9	1.8	1.7	2.0	1.4
EPS	1,805	3,101	2,348	6,671	9,309
簿価	14,316	15,523	16,760	19,320	26,200

リスク

2020 年以降の不動産プロジェクトは予定の通りに実施されていない。

2019 年～2023 年の期間における不動産プロジェクトとエネルギー案件は投資元本が高額を要ります。

HDG は 2019 年～2023 年の期間における資本金が約 28 兆 4,860 億ドンであると推定しています。

ソース: HDG

	2019 年 6 月 30 日の時点での債務残高(10 億ドン)	金利
流動資本	367	7.5%
支払い期限が来る長期債務	930	
2 年間	978	9.0%
3-5 年間	373	9.6%
5 年間以上	3,247	9.8%
2019 年に発行したばかり社債	445.7	10-10.5%

ソース:HDG の財務諸表, BSC Research

2019 年上半期には、HDG は社債(4,500 億ドン相当)を発行し、期限が 1~2 年間であり、利息が 10~10.5%である。

エルニーノ現象は水力発電事業のビジネスに影響を与えます。

業績予測と評価

業績予測

2019 年

BSC は 2019 年には、売上高を前年比 37.3%増の 4 兆 4,220 億ドン、売上総利益率を 42%であると予想しております。この予想は以下の仮定を基づく。

不動産事業

- HDG は Orchid 棟の 2 つブロックと Jasmine 棟の 2 つのブロックから 2 兆 8,580 億ドンの収入及び Nongtha Central Park 案件の 160 億ドンを計上する。
- 2019 年 9 ヶ月の Hado Centrosa Garden 案件の売上総利益率は 43%であると推定しております。

エネルギー事業

- 水力発電所の生産能力は前年同期比 45%増の 3 億 3,000 万 kWh である。平均販売価格は前年比 2%増となる。
- 第 4 号 Hong Phong 太陽発電案件は 2019 年 6 月 4 日から稼動し、生産量は 5,000 万 kWh であり、販売価格は 9.35 cents、ベトナム対ドル為替レートは 1 ドル当たり 23,478VND である。

建設事業:収入は前年比 4%減の 6,800 億ドンであると仮定しています。

2019 年末時点での借入残高は 5 兆 1,590 億ドンであると予測されています。その時、財務費用は 2.5 倍増の 2,734 億ドンとなる。

親会社株主帰属利益は前年比 33.4%増の 8,450 億ドン、2019 年 EPS が 7,030VND／株であると予測しております。

2019 年 9 ヶ月には、HDG の収入は 3 兆 1,180 億ドン、年間計画の 70.5%を達成した。親会社株主帰属利益は 6,450 億ドン、年間計画の 76.4%を達成した。

2020 年の後

BSC の予想は以下の仮定を基づく。

不動産事業:案件の進捗

案件	タイプ	収入 (10 億ドン)	売上 総利益率	2019	2020	2021	2022	2023
Hado Centrosa Garden	高層	7,323	43%					
Hado Charm Villas	低層	3,357	50%					
Hado Green Lane	高層	2,200	20%					

ソース: HDG, BSC の予測

エネルギー事業:

- 水力発電所は現在の生産能力を維持し、年間平均販売価格が 2%を引き上げ、生産費用が年間 1~2%を引き上げる。
- 第 4 号 Hong Phong 太陽発電案件は生産能力の 95%で稼動した後、生産能力が年間 0.6%に引き下げる。
- 第 4 号 Song Tranh 水力発電所と第 2 号 Dak Mi 水力発電所を除くと、収入と利益は以下の通りだ。

2019 年～2020 年の収入と売上総利益の予測

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
総収入	1,990	2,300	3,222	4,423	6,534
前年比	33.7%	15.6%	40.1%	37.3%	47.7%
売上総利益率	28.9%	34.1%	38.6%	42.0%	44.1%
不動産	1,074	1,158	1,863	2,858	4,801

前年比	74%	8%	61%	53%	68%
売上総利益率	37%	34%	43%	43%	44%
エネルギー事業	194	324	363	572	715
前年比		67%	12%	48%	25%
売上総利益率	66%	75%	72%	79%	79%
建設事業	632	607	709	681	685
前年比	-20%	-4%	17%	-4%	1%
売上総利益率	3%	10%	8%	7%	7%
その他	90	212	287	312	333
前年比		134%	36%	9%	7%
売上総利益率	33%	43%	45%	41%	44%

ソース: BSC の予想

BSC は HDG の理論価格を 11 月 12 日の終値比 21.5%増の 4 万 2,300VND／株と評価し、HDG の投資評価を「買い」と推奨しております。

事業	方法	基本的な価値	ごり的な価値	保有率	HDG の価値
不動産事業					2,659
Hado Centrosa Garden	RNAV		690	89.0%	614
Hado Charm Villas	RNAV		1,040	100.0%	1,040
Hado Green Lane	RNAV		179	99.0%	177
Nongtha Central Park	BV	273.8	1 274	100.0%	274
Bảo Đại Resort	BV	156.9	1 157	70.0%	110
Garden Villas	BV	35.8	1 36	0.0%	0
62 Phan Đình Giót	BV	132.0	1 132	100.0%	132
30 Tạ Quang Bửu	BV	4.9	1 5	100.0%	5
CC3	BV	11.6	1 12	100.0%	12
その他	BV	589.6	1 295	100.0%	295
不動産・賃貸オフィス			994	100%	994

Ibis ホテル	DCF				100.0%	
Hado Airport Building	DCF				100.0%	
Hado South Building	DCF				100.0%	
エネルギー						4,409
Nậm Pong 水力発電所	DCF			727	51.8%	376
Za Hựng 水力発電所	DCF			806	51.8%	417
Nhạ̣n Hạ̣c 水力発電所	DCF			1,884	51.8%	975
Sông Tranh 水力発電所	BV	492	1	492	60.4%	297
Đạ̣k Mi 2 水力発電所	BV	1,421	1	1,421	96.0%	1,364
第 4.1 号 Hông Phong 太陽発電所	DCF			1,181	83.0%	980
建設						78
Hado 1,45, MEE	P/E	30	5	152.00	51.0%	78
企業の価値						8,139
+ 現金と短期投資						1,286
- 借入(*)						(4,406)
株主資本						5,019
10 億 VND						
発行中株数						118,648,662
合理的な株価						42,300
VND						

ソース: BSC research,

いくつかの仮定

割引比率	
不動産事業	13-15.5%
エネルギー事業	10-13%
オフィス・ホテル賃貸事業	13%

業績のアップデート

2019 年 9 ヶ月

総収入は前年同期比 132%増の 3 兆 1,180 億ドン、年間計画の 64%を達成した。そのうち、不動産事業とエネルギー事業はそれぞれ、総収入に 66%と 14%を寄与した。税引後利益は前年同期の 3.5 倍増の 7,950 億ドン、年間計画の 100%を達成した。

不動産事業

- 2019 年 9 ヶ月には、収入は前年同期比 342%増の 2 兆 620 億ドンとなった。
- Charm Villas 案件(収入が 3 兆 3,570 億ドン、以前計画より 235%増加すると推定する): 2019 年第 4 四半期に販売を開始する予定。売上総利益が 2 兆 1,000 億ドンの見込みだ。
- BSC は、不動産事業の 2019 年収入を前年比 53.4%増の 2 兆 8,580 億ドンと予測しております。売上総利益率は約 40%である。

エネルギー事業:

- 2019 年 9 ヶ月の収入は前年同期比 108%増の 4,240 億ドンだった。
- 発電量は 2 億 6,580 万 kWh だった。
- 2019 年第 4 四半期には、水力発電量はエルニーニョ現象に引き続き影響されるが、販売価格が高いだろう。

他のアップデート:

- ワラント付け社債進捗(発行額 5,000 億ドン相当): HDG は、2019 年第 4 四半期に契約書と投資金実行の手続き完成している。
- HDG は 2019 年の現金配当を 1,000VND/株(額面比 10%)で支払う予定。

テクニク分析

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 長期上昇、短期累積
- MACD 指標: シグナル線の下にある。
- RSI 指標: レベル 50 の上に維持している。
- MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価:

HDG は直近の 4 ヶ月に株価の 34~37.5 の範囲で短期的に累積している。EMA12 が EMA26 の上にあるのは上昇傾向が続けると示した。RSI 指標も上昇傾向をサポートしている。MACD 指標が HDG が引き続き累積することができると示した。直近の売買高が減少しているのは需要・供給が縮小していると示した。売買高が大幅に増加する場合、HDG は新最高値を記録する可能性がある。

推奨:

買値は 35 であり、利益確定売値は 42 であり、損切り値は 33 の下である。



ソース: BSC, iBoard のテクニク分析

付録 1:業績

単位:10 億ドン	2016 A	2017 A	2018 A	2019 F	2020 F
売上高	1,988	2,297	3,221	4,390	6,533
売上原価	1,415	1,516	1,979	2,655	3,786
売上総利益	573	781	1,243	1,735	2,746
販売費用	146	234	68	88	131
管理費用	95	136	197	263	392
営業利益	332	412	978	1,384	2,224
財務収入	19	40	55	78	146
財務費用	118	123	116	273	547
他の利益／損失	60	(5)	38	-	-
税引前利益	293	323	954	1,188	1,822
法人税	41	50	167	238	364
税引後利益	236	178	633	741	1,137
EPS(VND／株)	3,109	1,936	6,873	6,159	9,295

付録 2: バンラスシート

単位:10 億ドン	2016 A	2017 A	2018 A	2019 F	2020 F
短期資産	4,147	4,911	6,743	7,788	10,110
現金及び現金相当	682	736	499	2,090	2,765
未収金	1,009	1,087	2,300	2,146	2,629
在庫	2,391	3,018	3,835	3,402	4,493
他の短期資産	64	70	110	150	223
長期資産	2,554	3,505	4,343	7,913	12,015
公定資産	1,169	1,154	2,290	3,674	5,603
進行中である長期資産	1,025	1,055	659	2,752	4,702
他の長期資産	66	105	128	175	260
総資産	6,700	8,416	11,087	15,701	22,125
買掛金	4,866	6,331	8,396	12,317	17,316
短期買掛金	336	405	485	680	949
短期借入	349	278	583	1,040	919
他の短期買掛金	3	5	9	20	54
長期借入	2,250	1,592	2,059	4,118	4,265
他の長期買掛金	580	3,286	2,516	3,895	6,616
株主資本	1,834	2,084	2,691	3,385	4,808
総資本	6,701	8,416	11,087	15,701	22,125

付録 3: 2016 年～2019 年 9 ヶ月における財務分析

	2015	2016	2017	2018	2019 年 9 ヶ 月	
売上高	1,480	1,988	2,268	3,203	3,118	- HDG の収入と利益成長率は高い水準で維持している。2013 年～2018 年の期間における CAGR はそれぞれ、27%と 39%だった。
売上総利益	230	573	743	1,201	1,366	
財務収入	12	19	41	58	38	
財務費用	(13)	(118)	(114)	(118)	(209)	
借入利息	(12)	(116)	(107)	(106)	(178)	
販売費用	(2)	(146)	(234)	(68)	(38)	- 2016 年以降利益率は大幅に改善された。利益率の向上は不動産市場の回復と栄得るぎ一事業にシフトすることから由来した。2019 年 9 ヶ月には、売上総利益率は 44%となった。
管理費用	(71)	(95)	(118)	(204)	(162)	
営業利益／損失	184	241	319	868	995	- 2019 年 9 ヶ月における販売・管理費用の比率は 6.4%で、前年同期の 13%から減少した。
他の収入	2	52	16	43	(2)	
税引前利益	185	293	335	911	993	- 2019 年 9 ヶ月の財務費用(主な借入利息)は 3 倍増となった。
税引後利益	139	252	284	751	796	
少数株主持分	16	17	86	144	151	
親会社株主利益	123	236	198	608	645	
短期資産	2,240	4,147	4,878	6,759	6,168	- 短期未収金は Centrosa 案件から由来した。他の未収金は約 4,500 億ドンだった。
現金及び現金相当	757	682	736	763	426	
短期未収金	462	1,009	1,059	2,129	2,041	
在庫	985	2,391	2,980	3,758	3,394	- 在庫は主に Centrosa、Binh An Riverside、Noongtha と Charm Villas に集中している。
他の短期資産	37	64	104	109	253	
長期資産	815	2,554	3,548	4,142	6,886	
長期未収金	117	122	260	250	110	- 2019 年 9 ヶ月の固定資産と長期資産は第 4 号太陽発電所が 2019 年 6 月に稼動した後、3 兆 70 億ドンを増加した。現在、HDG は DakMi 水力発電所 (1 兆 5,870 億ドン増) 及び第 4 号 Song Tranh 水力発電所を展開している。
固定資産	117	1,169	1,170	2,297	3,205	
進行中である長期資産	167	1,025	1,043	540	2,639	
他の長期資産	6	66	121	142	190	
総資産	3,055	6,700	8,427	10,902	13,055	
買掛金	1,748	4,866	6,338	8,275	9,831	
短期負債	1,066	2,036	1,445	2,256	5,562	
短期借入	126	349	274	943	904	
長期負債	682	2,830	4,893	6,019	4,267	
長期借入	675	2,250	1,596	1,697	4,202	
株主資本	1,307	1,834	2,089	2,626	3,223	

出資資本	684	760	760	950	1186
未処分利益	262	385	496	735	926
総資本	3,055	6,700	8,427	10,902	13,055

- 長期借入残高は 2 兆 5,000 億ドンを増加した。

2019 年 11 月 14 日

HDGーハド株式会社

付録 4: 展開している案件

案件	地位	製品	保 率	有 面 (m2)	積 投 資 総 額(10 億 ドン)	収 入 (予 定)(10 億 ドン)	利 益 (予 定)(10 億ド ン)	計 上 期 間	2019 年 6 月の時点での進捗
Hado Centrosa Garden	10 区, HCMC	タウンハウ ス:115 戸 アパート: 2187 戸	89%	68,514	6,986	10,000		2017- 2020	全部の低層、Orchid の 2 ブロ ック、Jasmine の一部を引き渡 した。 Iris の 2 ブロックの躯体が完成 した。
Hado Charm Villas	An Khánh, Hoài Đức, Hà Nội	別荘とタウ ンハウス: 528 戸	100%	302,810	1,688	3,100 (**)	2,100	2020- 2023	インフラ、公園、遊び場、学校、 プールなどのユーティリティが 完成した。
Nongtha Central Park	Vientiane, Lào	タウンハウ ス : 241 戸、別荘: 586 戸	100%	743,351	5,400	N/A	N/A	Từ 2020	5 戸を販売した。 インフラを引き続き投資し、 2019 年第 4 四半期から販売を 開始する。

ソース: HDG, BSC Research

Hado Green Lane	Quận 8, HCMC	アパート : 1,231 戸	99%	23,237	1,707	2,200	400	2021- 2022	クリン土地
-----------------------	--------------	-------------------	-----	--------	-------	-------	-----	---------------	-------

付録 5: HDG が展開している案件

ソース: HDG, BSC Research

案件	地位	製品	保有率	面 積 (m2)	積 投 資 総 額 (10 億ドン)	2019 年 6 月の時点での進捗
Kha Vạn Cân	Thủ Đức, HCMC	集合住宅:3 欄 タウンハウス:100 戸	100%	27,126	2,267	クリン土地、2020 年第 4 四半期から販売を開始する。
62 Phan Đình Giót	Thanh Xuân, HN	集合住宅、賃貸用オフィス	100%	22,399	2,070	2020 年第 4 四半期から販売を開始する。
30 Tạ Quang Bửu	Hai Bà Trưng, HN	賃貸用オフィス	100%	1,036	160	2020 年に着工する予定
Hỗn hợp Dịch Vụ	Cầu Giấy, HN	賃貸用オフィス、ホテル、集合住宅	100%	9,861	2,351	クリン土地、2020 年第 4 四半期から販売を開始する。
CC3 Cầu Giấy	Cầu Giấy, HN	賃貸用オフィス、集合住宅	100%	89,227	1,027	クリン土地、賃貸中
Khu đất TBGD1	Cát Bi, Hải Phòng		100%	8,621		クリン土地、賃貸中
Khu đất TBGD1	Hưng Yên		100%	6,636		クリン土地、賃貸中

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:+84 4 3935 2722
Fax:+84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:+84 8 3821 8885
Fax:+84 8 3821 8510

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

