

業界: 建設業

推奨

買い

CIENCO4 株式会社(HSX: C4G)

現値	10,200	レポート作成日:	15/12/2020	Dũng Hưng 建設株式会社	10.90%
変更前理論価格	NA	流行中株数(100 万)	100.00	VN ダイレクト証券株式会社	8.15%
変更後理論価格	12,890	時価総額(10 億ドン)	1,010.00	Nguyễn Tuấn Huỳnh	3.49%
配当率	14.9%	過去 6 ヶ月平均売買高:	683.06		
上昇率	+26.4%	外国人投資家保有率	0.25%		

業界分析

Mã Tuấn Minh Hiền
(消費財・小売・精糖・建設)
hienmtm@bsc.com.vn

テクニク分析 Nguyễn Tiến Đức

ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: VND 12,600

損切り値: VND 8,000

評価

- BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく C4G の理論価格を 26.4%増の 1 万 2,890VND/株と評価し、C4G の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2020 年には、C4G の収入を前年比 0.6%増の 2 兆 3,570 億ドン、税引後利益を同 65%増の 1,540 億ドン、EPSfw を 1,528VND/株、PEfw を 6.5x、PBfw を 0.8xと予測しております。
- BSC は 2021 年には、C4G の売上高を前年比 27.5%増の 3 兆 50 億ドン、税引後利益を同 48%増の 2,277 億ドン、EPSfw を 2,265VND/株、PEfw を 4.3x、PBfw を 0.75xと予測しております。

事業傾向

- 南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」を落札する可能性がある。同案件の投資総額は 11 兆 7,220 億ドンである。

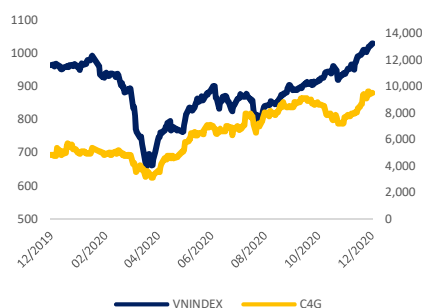
リスク

- 2021 年に展開される重要な案件向け資本圧力をかける。

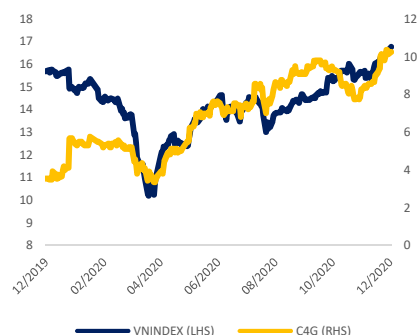
企業アップデート:

- 2020 年 9 ヶ月には、C4G の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 19.4%減の 1 兆 2,960 億ドンで年間計画の 42.5%を達成し、同 60%減の 167 億 5,000 万ドンで年間計画の 8.4%を達成した。
- (1) 建設契約による収入は新型コロナウイルス感染症第 2 波の影響に前年同期比 7.7%減の 2,710 億ドンだった。収入の減少は案件の不足から由来した。しかし、C4G は 2020 年下半期に多くの案件を落札した。
- (2) 建設用材料販売による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 57%減の 317 億ドンを達した。
- (3) 建設用材料提供による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 1.3%増の 810 億ドンを達した。BOT 通行料金徴収事業による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 5.7%減の 700 億ドンを達した。

株価の推移



P/E

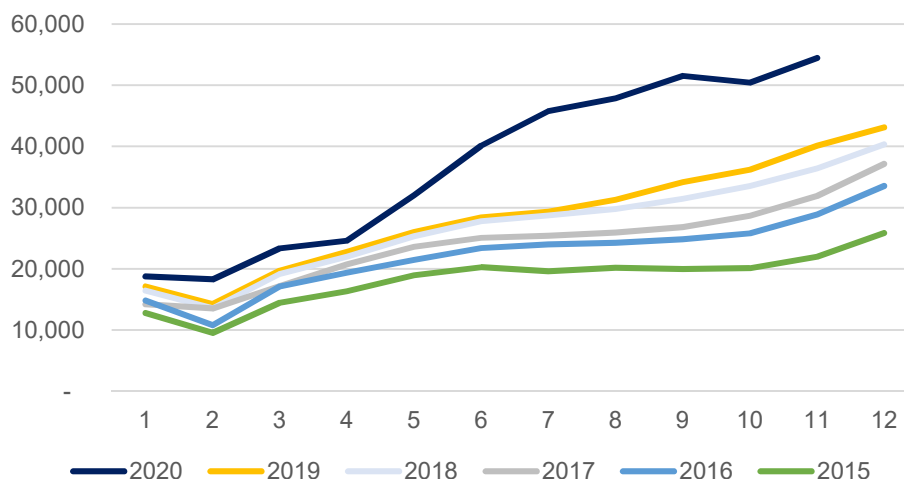


	2019	2020	Peer	VN-Index		2018	2019	2020	2021
P/E (x)	6.1	6.3	10.3	14.1	収入	3,126	2,343	2,358	3,004
P/B (x)	0.5	5.6	0.9	1.9	売上総利益	489	360	402	461
EV/EBITDA (x)			-	1.4	税引後利益	136	92	154	228
ROS (%)	3.9%	6.5%	7.7%	13.6%	EPS	1,354	922	1,528	2,265
ROA (%)	1.3%	2.1%	14.5%	2.4%	EPS 成長率	15.6%	15.4%	17.0%	15.3%
ROE (%)	7.9%	12.7%	8.4%	11.7%	純借入/株主資本	438.0%	361.3%	341.5%	310.2%

2020 年第 4 四半期におけるベトナム建設業のアップデート

2020 年 11 月の時点で、国家資本の実行額は前年同期比 34%増の 406 兆 7,620 億ドンで、年間計画の 92.1%を達成した。そのうち、交通運輸省の実行額は同 70.2%増の 20 兆 1,000 億ドンとなった。BSC は公共投資資本の 2020 年と 2021 年実行額はそれぞれ、前年同期比 25.9%増の 431 兆 8,130 億ドン、同 7.07%増の 462 兆 3,210 億ドンであると評価しております。南北高速道路案件、Tan Son Nhat-Noi Bai 空港修正案件、Long Thanh 国際空港などの重要な案件が強化されている。

国家資本の実行額(10億ドン)



ソース: GSO.

南北高速道路案件の実行額の進捗を強化している。交通運輸省の計画によると、交通運輸省は 2020 年 12 月 12 日に南北高速道路案件 5 件の落札結果を公表し、5 案件の投資総額が 83 兆 3,940 億ドンである。

C4G の 2021 見通し: 公共投資のおかげで「Turnaround」機械

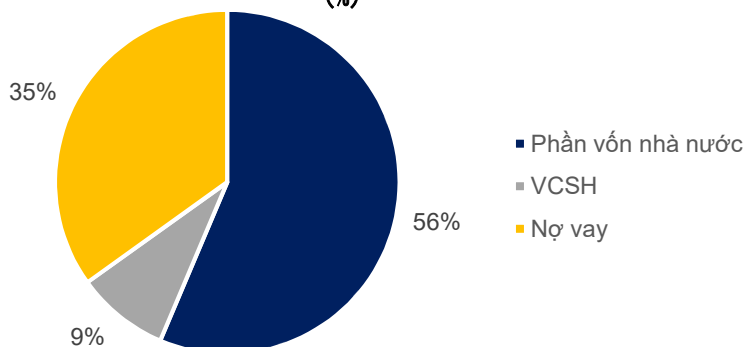
C4G の 2020 年第 4 四半期成長原動力: (1) 2020 年 12 月 12 日に南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」を落札する可能性があり、同案件の投資総額が 11 兆 7,220 億ドンである; (2) Thai Nguyen-Cho Moi BOT 通行料金徴収を削除する; (3) 第 2 号と第 4 号 Long Son 都市区の譲渡による収益の 700 億ドンを計上する。そのために、BSC は C4G の 2020 年第 4 四半期売上高及び税引後利益がそれぞれ前年同期比 35.9% 増の 1 兆 625 億ドン、同 13 倍増の 1,000 億ドンを達すと期待しております。

2021 年見通し: (1) 2021 年第 1 四半期には、C4G は第 1 号と第 3 号 Long Son 都市区の譲渡による収益が 700 億ドンを達すと期待している; (2) C4G は 2021 年にホーチミン証券取引所に上場する予定。(3) 2020 年から 2021 年までの大規模な譲渡契約額は 15 兆 4,630 億ドンである。2021 年～2025 年の期間における C4G の成長原動力は 2021 年に入札を開始する重要な国家案件を集中する。

BSC は C4G が 2020 年 12 月 12 日に南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」を落札する可能性があり、同案件の投資総額が 11 兆 7,220 億ドンであると期待しております。

南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」の資本構成: 同案件の投資総額は 11 兆 7,220 億ドンであり、そのうち、国家と民間の出資分はそれぞれ、6 兆 6,080 億ドン (総資本の 56% を占め)、5 兆 1,140 億ドン (総資本の 44% を占め) である。民間の出資分には、株主資本が 1 兆 230 億ドン (総出資の 20% を占め)、借入分が 4 兆 910 億ドン (総出資の 80% を占め) である。

南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」の資本構成 (%)

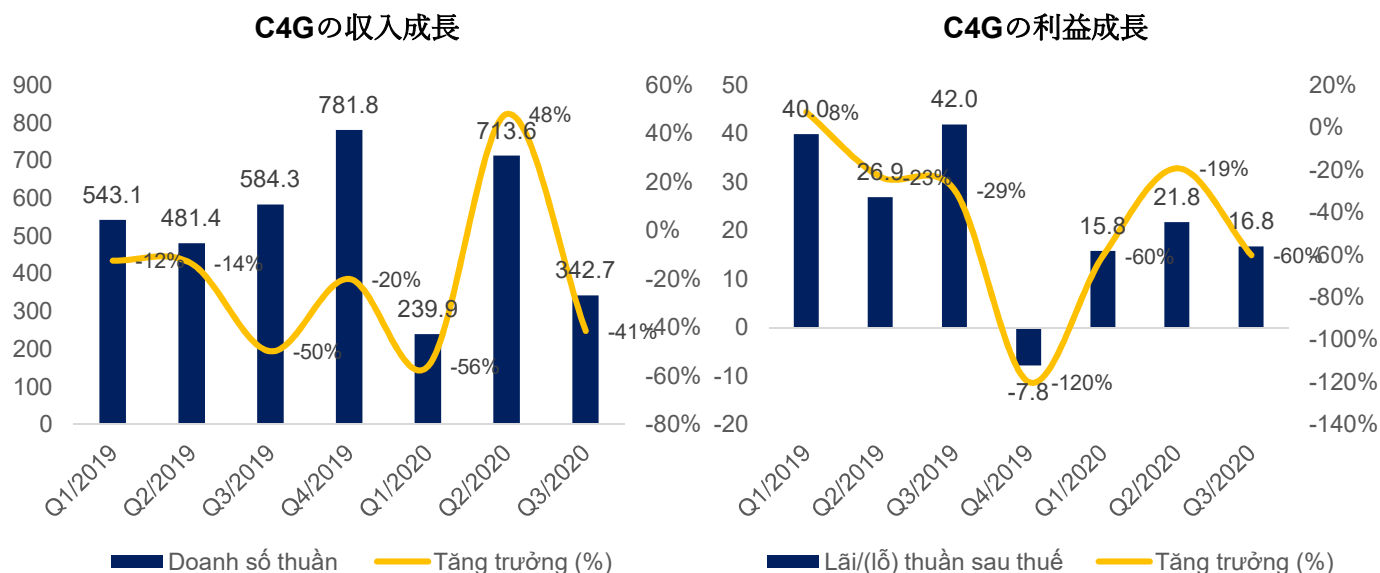


ソース: 交通運輸省

BSC は、C4G が 2021 年第 1 四半期に案件向け資本を調達するために 2021 年にホーチミン証券取引所に上場すると期待しております。

2020 年第 3 四半期業績のアップデート

2020 年 9 ヶ月には、C4G の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 19.4%減の 1 兆 2,960 億ドン、同 60%減の 167 億 5,000 万ドンだった。



ソース: C4G, BSC.

2020 年第 3 四半期には、売上高は前年同期比 41%減の 3,427 億ドンを達した。減少の原因は以下の通り。

(1) 建設契約収入は新型コロナウイルス感染症第 2 波の影響で前年同期比 7.7%減の 2,710 億ドンを達した。しかし、C4G は 2020 年第 3 四半期に新規契約を強化した。2020 年 12 月の時点で契約総額が前年同期比 151%増の 4 兆 9,070 億ドンを達した。

また、C4G の 2020 年から 2021 年までの大規模な譲渡契約額は 15 兆 4,630 億ドンである。

(2) 建設用材料販売による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 57%減の 317 億ドンを達した。

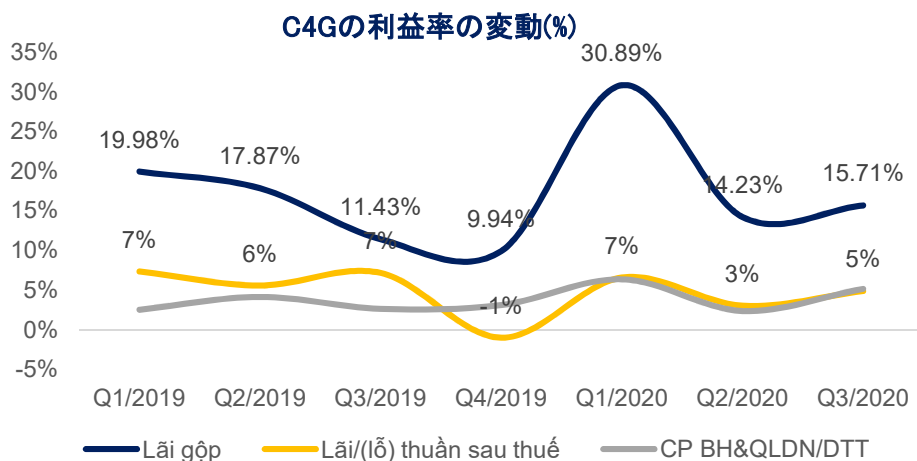
(3) 建設用材料提供による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 1.3%増の 810 億ドンを達した。BOT 通行料金徴収事業による 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 5.7%減の 700 億ドンを達した。現在、C4G の BOT が 2020 年第 4 四半期に普通に稼働している。

Cơ cấu doanh thu thuần (Đơn vị: Tỷ)	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020
Tổng doanh thu thuần	543.08	496.34	584.33	781.78	239.88	713.65	342.69
%Y/Y	-12.3%	-10.9%	-49.7%	-19.8%	-55.8%	43.8%	-41.4%
DT hợp đồng xây dựng	425.72	271.27	293.94	596.32	110.78	539.80	271.39
%Y/Y	-8.4%	-13.9%	-70.0%	-23.6%	-74.0%	99.0%	-7.7%
%W	78.4%	54.7%	50.3%	76.3%	46.2%	75.6%	79.2%
DT bán vật tư	22.71	80.92	74.07	93.61	43.37	46.42	31.75
%Y/Y	-65.8%	-40.6%	-33.4%	19.4%	91.0%	-42.6%	-57.1%
%W	4.2%	16.3%	12.7%	12.0%	18.1%	6.5%	9.3%
DT cung cấp vật tư	90.53	107.63	80.04	88.20	85.73	79.50	81.05
%Y/Y	13.3%	12.4%	7.7%	-24.3%	-5.3%	-26.1%	1.3%
%W	16.7%	21.7%	13.7%	11.3%	35.7%	11.1%	23.7%
DT thu phí BOT	78.87	79.15	74.40	73.78	73.04	67.36	70.18
%Y/Y	3.2%	2.8%	6.0%	3.9%	-7.4%	-14.9%	-5.7%
%W	14.5%	15.9%	12.7%	9.4%	30.4%	9.4%	20.5%
DT cho thuê thiết bị	2.05	11.24	2.61	7.57	2.62	2.65	2.16
%Y/Y	69.4%	3.9%	190.0%	-78.4%	27.8%	-76.5%	-17.4%
%W	0.4%	2.3%	0.4%	1.0%	1.1%	0.4%	0.6%
DT hoạt động cho thuê văn phòng và mặt bằng	9.61	17.24	3.03	6.85	10.07	9.50	8.72
%Y/Y	319.7%	118.0%	-6.5%	-34.2%	4.8%	-44.9%	187.6%
%W	1.8%	3.5%	0.5%	0.9%	4.2%	1.3%	2.5%
DT chuyển nhượng BDS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.0	-
DT khác	4.12	36.52	136.28	3.65	0.00	4.9	(41.5)
%Y/Y	-49.6%	277.3%	-6468.2%	2047.1%	-100.0%	-86.6%	-130.5%
%W	0.8%	7.4%	23.3%	0.5%	0.0%	0.7%	-12.1%

Nguồn: C4G, BSC Research.

2020 年第 3 四半期の売上総利益は前年同期比 19%減の 538 億ドンを達したが、売上総利益率が 15.71%で、前年同期の 11.43%から上昇した。

税引後利益は同 60%減の 167 億 5,000 万ドンを達した。減少の原因は(1)販売費用と管理費用が同 14%増の 177 億 5,000 万ドンで、販売・管理費用／売上高の比率が 5.2%で、前年同期の 2.7%より高かった。(2)金融投資による収入は同 63%減の 138 億ドンを達した。ということから由来した。



ソース: C4G, BSC Research.

予測

2020 年には、BSC は C4G の収入を前年比 0.6%増の 2 兆 3,570 億ドン、税引後利益をどう 65%増の 1,540 億ドン、EPSfw を 1,528VND／株、Pefw を 6.5x、PBfw を 0.8xと予測しております。2020 年下半期に署名した契約額が 2021 年に計上され、そのうち、2020 年 12 月の新規契約額が前年同期比 151%増の 4 兆 9,070 億ドンとなった。また、2020 年第 4 四半期には、C4G は第 2 号と第 4 号 Long Son 都市区の譲渡による収益の 700 億ドンを計上した。

2021 年見通し:BSC は C4G の収入を前年比 27.5%増の 3 兆 50 億ドン、税引後利益を同 48%増の 2,277 億ドン、EPSfw を 2,265VND／株、Pefw を 4.3x、PBfw を 0.75xと予測しております。成長原動力は南北高速道路案件「Dien Chau Bai Vot」が展開されるという仮定及び C4G の 2020 年から 2021 年までの大規模な譲渡契約額から由来する。C4G は 2021 年第 1 四半期に第 1 号と第 3 号 Long Son 都市区の譲渡による収益の 700 億ドンを計上する。

また、BSC は C4G が建設契約を実施するために資本原に圧力をかけていることで、資本金を引き上げるために法案を検討しなければならない、とりわけ、(1)有償増資のために新株を発行する、(2)不動産案件の譲渡、(3)Thai Nguyen-Cho MoiBOT 通行料金徴収を削除することである。

Đơn vị: Tỷ đồng	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Doanh thu	3,313	2,343	2,358	3,004
%yoy	-22.8%	-25.0%	0.6%	27.3%
Xây dựng	2,538	1,587	1,558	2,186
BOT	295	306	289	303
BDS	-	-	258	215
Khác	480	450	253	300
Lợi nhuận gộp	489	360	402	461
Xây dựng	179	82	130	182
BOT	191	188	168	176
BDS	-	-	113	70
Khác	310	278	272	279
Biên lợi nhuận gộp	14.8%	15.4%	17.0%	15.3%
Xây dựng	7.1%	5.2%	8.3%	8.3%
BOT	64.7%	61.4%	58.1%	58.1%
BDS	-	-	43.8%	32.6%
Khác	64.6%	61.8%	107.4%	92.8%
Doanh thu tài chính	93	93	82	82
Chi phí tài chính	(284)	(249)	(214)	(191)
Chi phí HĐKD	(105)	(70)	(71)	(90)
CPBH&QLDN/DT	-3%	-3%	-3%	-3%
Thu nhập khác	1	4	4	4
Lợi nhuận trước thuế	159	107	179	264
Chi phí Thuế	(23)	(15)	(25)	(37)
Lợi nhuận sau thuế	136	92	154	228
LNST&CDTS	136	93	154	227
%yoy	2.0%	-31.9%	65.7%	48.1%
EPS (-QKT&PL)	1,354	922	1,528	2,265

Nguồn: BSC Research

評価

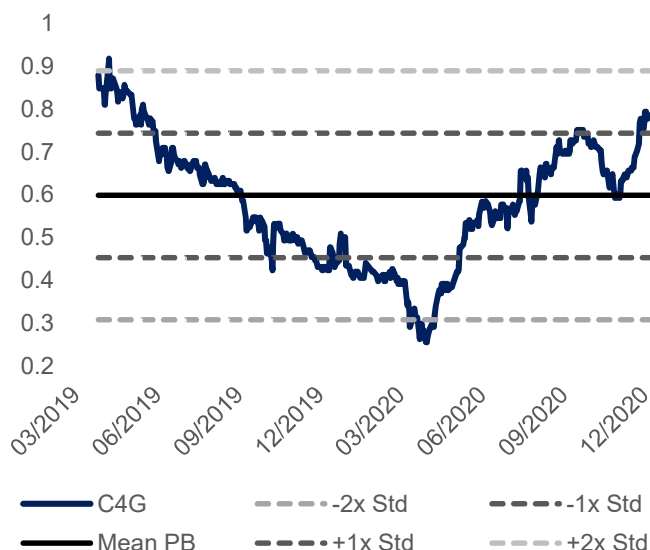
BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく C4G の理論価格を 26.4%増の 1 万 2,890VND／株と評価し、C4G の投資評価を「買い」と推奨しております。

Phương pháp định giá			
P/E (50%)		DCF (50%)	
		Terminal Value (tỷ)	4,616
		WACC	8.7%
		g	1.0%
		PV(Terminal Value)	3,031
		PV(FCFF) 2020-2025F	1,376
		Tổng dòng tiền (tỷ)	4,407
		(Điều chỉnh)	(3,051)
EPS FW 2020:	1,528	Giá trị VCSH (tỷ)	1,356
P/E mục tiêu:	8.0 x	Số lượng CP (triệu)	100.00
Giá mục tiêu:	12,220	Giá mục tiêu:	13,560
Giá mục tiêu:	12,890		
Upside	26.4%		

C4G PE TTM (x)



C4G PB TTM (x)



ソース: Bloomberg.

ベトナム建設業の企業

Tên công ty	Mã	Vốn hóa (tỷ)	DTT (tỷ)	LNST (tỷ)	D/E (%)	P/E (x)	P/B (x)	Biên ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)
HO CHI MINH CITY INFRASTRUCT	CII VN	4,323	1,813	196	159.10	28.47	0.64	28.78	0.76	2.39
LICOGI 16 JSC	LCG VN	1,458	2,536	191	60.81	4.17	0.53	7.64	4.27	12.49
HOA BINH CONSTRUCTION GROUP	HBC VN	3,313	18,610	417	125.29	5.93	0.62	2.18	2.56	12.11
DAT PHUONG JSC	DPG VN	1,277	5,091	567	21.30	5.18	0.91	11.23	11.99	17.13
CIENC04 GROUP JSC	C4G VN	1,000	2,343	93	308.18	6.58	0.50	3.8%	1.24	7.94
	Trung bình	2,593	7,013	343	91.63	10.94	0.68	12.46	4.90	11.03
	Trung vị	2,385	3,814	306	93.05	5.56	0.63	9.44	3.42	12.30

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
売上高	3,126	2,343	2,358	3,004
売上原価	(2,637)	(1,983)	(1,957)	(2,544)
売上総利益	489	360	402	461
販売費用	(2)	(1)	(1)	(1)
企業管理費用	(104)	(70)	(70)	(90)
営業利益／損失	384	290	331	370
金融活動収益	93	93	82	82
金融活動費用	(284)	(249)	(214)	(191)
借入費用	(264)	(232)	(198)	(191)
合併・関連会社関連収益	(33)	(30)	(24)	-
他の収益	1	4	4	4
税引前利益	159	107	179	265
法人税額	(23)	(15)	(25)	(37)
税引後利益	136	92	154	228
少数株主持分	0	(0)	0	1
少数株主利益等控除利益	136	93	154	228
EBITDA	529	430	476	523
EPS	1,354	922	1,528	2,265

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
現金及び現金相当	175	115	167	97
短期投資	190	112	312	312
短期未収金	2,883	2,446	2,461	2,972
棚卸資産	430	475	904	988
その他流動資産	9	5	8	10
他流動資産	3,687	3,738	3,852	4,379
有形資産	2,770	2,645	2,654	2,660

キャッシュフロー会 計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
税引後利益	159	107	179	265
原価償却及び割当 て	146	140	146	153
流動資本変更	517	417	378	455
他の修正	(283)	(265)	(228)	(232)
営業活動からキャッ シュフロー	(221)	314	325	222
固定資産購入額	(58)	(19)	(71)	(90)
他の投資金	79	173	82	91
投資活動からキャッ シュフロー	20	154	11	1
配当金	(120)	-	(150)	(150)
借入から金額	2,765	1,801	(134)	(143)
他の未収金	(27)	(26)	-	-
金融活動からキャッ シュフロー	216	(529)	(284)	(293)
初期キャッシュフロ ー	157	175	115	167
中期キャッシュフロ ー	16	(61)	52	(70)
最後期キャッシュフ ロー	173	115	167	97

指数(%)	2018	2019	2020	2021
支払能力				
流動比率	1.00	1.23	1.03	1.04
当座比率	0.48	0.46	0.45	0.48
資本構成				
負債比率／総資産	0.62	0.62	0.53	0.48
負債比率／株主資本	4.38	3.61	3.42	3.10

原価償却	2,677	2,567	2,483	2,415
建設中非流動資産	9	16	5	5
長期投資	472	442	442	442
他の非流動資産	776	684	684	684
非流動資産	3,574	3,333	3,921	3,927
総資産	7,260	7,071	7,773	8,306
買掛金	1,004	796	706	917
短期借入	1,855	1,537	1,315	1,194
他の短期借入	826	689	1,402	1,787
短期借入総額	3,695	3,027	3,733	4,213
長期借入	2,396	2,201	2,289	2,266
他の長期借入	644	633	538	538
長期借入	3,040	2,834	2,827	2,804
負債総額	6,735	5,861	6,560	7,017
出資金	1,000	1,000	1,000	1,000
株式会社化による資本剰余金	18	18	18	18
未処分利益	91	182	184	261
他の株主資本	9	10	10	10
少数株主持分	-	-	-	-
株主資本総額	1,118	1,210	1,213	1,289
総資本	7,852	7,071	7,882	9,019
流行中株数	100	100	100	100

稼働能力

棚卸資産回転期間	50	74	140	120
売掛金回収期間	337	381	381	361
買掛金回収期間	139	147	132	132
現金回転率	248	308	389	349

利益性

売上総利益率	16%	15%	17%	15%
税引後利益率	4%	4%	7%	8%
ROE	12%	8%	13%	18%
ROA	2%	1%	2%	3%

評価

PE	6.6	6.1	6.5	4.4
PB	0.8	0.5	0.8	0.8

成長率(前年同期比)

売上高	-23%	-25%	1%	27%
税引後利益	13%	-24%	14%	12%
税引前利益	0%	-33%	67%	48%
EPS	2%	-32%	66%	48%

ソース: 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>

