

業界: 電気業

推奨 観察 ペトロベトナム・第 2 ニョンチャック電力株式会社 (HOSE: NT2) 2022 年以後回復への期待

現値:	21,650	レポート作成日:	09/09/2021	株主構成	
理論価格:	24,700	流行中株数(100 万)	287.9	POW	59.4%
配当率	15%	時価総額(10 億ドン)	6,319	CFTD	8.3%
上昇率	14.0%	過去 10 日間平均売買高	326,700	Samarang UCITS	5.0%
		外国人投資家保有率	10.95%	他	27.3%

業界分析:

Phạm Nguyễn Long
(ユーティリティ業、建材業)

longpn@bsc.com.vn

テクニク分析:

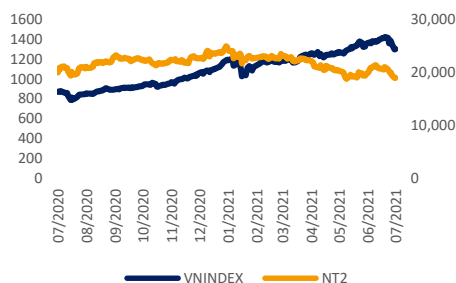
Tô Quang Vinh

vinhtq@bsc.com.vn

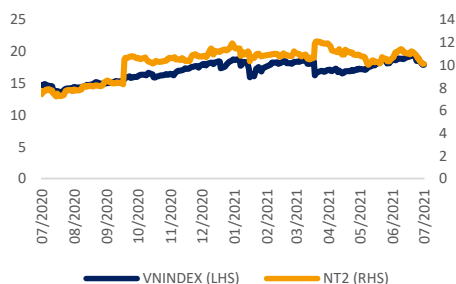
推奨価格: 23,500 VND

損切り値: 20,000 VND

株価の推移



P/E



評価

- BSC は EV/EBITDA 方法に基づく NT2 の理論価格を 2021 年 9 月 9 日の終値比 14%増の 2 万 4,700VND/株と評価し、NT2 の投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2021 年には、NT2 の売上高を前年比 1%減の 6 兆 490 億ドン、税引後利益を同 49%減の 3,180 億ドン、EPSFW を 1,104VND/株と予測しております。この予測は(1)2021 年の発電量が前年比-11%減の 34 億 8,000 万 kWh となり、(2)材料ガスの輸入価格が前年比 20%増の 7.5 USD/MMBTU だと予測されるという仮定を基づく。

BSC は 2022 年には、NT2 の売上高を前年比 7 増の 6 兆 4,900 億ドン、税引後利益を同 31%増の 4,160 億ドン、EPS FW を 1,444VND/株と予測しております。この予測は(1)2022 年下半年にラニーニャ現象が終わったら、2022 年の発電量が前年比+6%増の 36 億 8,000 万 kWh となり、(2)2022 年に材料ガスの輸入価格が同 2%増の 7.6 USD/MMBTU であり、(3)外貨建て借入金残高に関する費用を支払わないことで、財務費用が同 81%減となるだと予測されるという仮定を基づく。

- 2022 年下半年以後発電量が回復する際に、NT2 の業績の回復への期待。
- 2022 年以後安定的なキャッシュフローのおかげで、NT2 が毎年配当率を高い水準で維持する。

投資リスク

- 南部で新型コロナウイルス感染症の流行の拡大により、電気企業の稼働が中断される。

企業アップデート

- 2021 年上半年には、NT2 の売上高が前年比-9%減の 3 兆 2,650 億ドンで、年間計画の 42%を達成し、税引後利益が同-67%減の 1,390 億ドンで、年間計画の 30%を達成した。
- 2021 年上半年の発電量が前年比-21%減の 19 億 kWh で、年間計画の 41%を達成したのは全システムのガス火力発電事業の調達発電量が減少したことから由来した。

- 借入コストが前年同期比-62%減となったのは NT2 が 2021 年上半期に全部の外貨建て長期借入を決済したことから由来した。2021 年第 2 四半期まで、NT2 の借入額が 6,390 億ドンで、主に流動資金借入だった。

	2020	2021F	2022F	VN-Index		2019	2020	2021F	2022F
PE (x)	15.1	16.8	12.8	18.3	収入	7,654	6,082	6,049	6,490
PB (x)	1.0	1.3	1.3	2.5	売上総利益	974	895	484	530
PS (x)	1.2	0.9	0.8	2.0	税引後利益	754	625	318	416
ROE (%)	15%	7%	10%	13.7	EPS	2,540	2,095	1,104	1,444
ROA (%)	9%	5%	7%	2.2	EPS 成長率	-3%	-18%	-47%	31%
EV/ EBITDA (x)	3.4	5.3	4.6	17.3	負債／株主資本	45%	18%	13%	12%

2021 年上半期業績アップデート

指標 (10 億ドン)	2020 年第 2 四半期	2021 年第 2 四半期	% YoY	1H20 20	1H20 21	% YoY	2021 年上半期業績アップデート
売上高	1,875	1,616	-14%	3,599	3,265	-9%	KQKD 1H2021: 2021 年上半期業績アップデー NT2 の売上高が前年同期比-9%減の 3 兆 2,650 億ドンで年間計画の 42%、税引後利益が同-67%減の 1,390 億ドンで同 30%を達成した。 2021 年上半期の発電量が前年同期比-21%減の 19 億 kWh で、年間計画の 41%を達成した。 2021 年上半期の売上総利益率は 7%で、前年同期比低かった。原因は下記の通りです。 (1)NT2 の電気契約販売価格は 2021 年以後プロファイル価格を変わるために、37VND を引き下げた。そのために、電気契約販売価格の固定費用が減少した。 (2)2021 年上半期の材料ガスの平均輸入価格が前年同期比+21%増の 7.42USD/MMBTU となったのは 2021 年初以後ガス供給源が価格 7.9USD/MMBTU で Sao Vang - Dai Nguyet ガス田から追加されたことから由来した。 借入コストが前年同期比-62%減となった。原因は NT2 が 2021 年上半期に外貨建て長期借入を決済したためだ。2021 年第 2 四半期末まで、NT2 の借入額が 6,390 億ドン、主に流動資金借入だった。
売上原価	(1,577)	(1,543)	-2%	(3,056)	(3,044)	0%	
売上総利益	298	73	-76%	543	221	-59%	
売上総利益率	16%	5%		15%	7%		
財務収入	10	4	-65%	15	6	-59%	
財務費用	(26)	(35)	31%	(66)	(41)	-38%	
- 借入コスト	(12)	(5)	-54%	(25)	(9)	-62%	
合併・関連会社関連収益	-	-	N/A	-	-	N/A	
販管費用	(20)	(21)	1%	(37)	(43)	18%	
営業利益	262	22	-92%	455	143	-69%	
他の利益／損失	0.1	5.3	4196%	(4.2)	5.5	233%	
税引前利益	262	27	-90%	451	148	-67%	
法人税合計額	(13)	(2)	-83%	(23)	(9)	-61%	

税引後利益	249	25	-90%	428	139	-67%	
少数株主持分	-	-	N/A	-	-	N/A	
親会社株主利益	249	25	-90%	428	139	-67%	
EPS	845	66		1,449	446		

ソース: NT2, BSC Research

2021 年～2022 年業績の見通し

2022 年下半年期以後、発電量が回復する。

Columbia 大学の予測によると、ラニーニャ現象が 2022 年上半期まで続く可能性がある。そのために、水力発電事業の販売価格は火力発電事業などの他発電事業より安いので、今後調達を引続き強化されるだろう。

これは 2021 年及び 2022 年上半期に火力発電事業及び NT2 の発電量を減らすだろう。BSC はラニーニャ現象が終わったら、2022 年第 2 四半期に NT2 を含む火力発電事業の発電量が回復する可能性があると評価しております。

BSC は 2021 年には、NT2 の発電量がラニーニャ現象の影響で前年比-11%減の 34 億 8,000 万 kWh だと予測しております。2022 年には、発電量が前年比 6%増の 36 億 8,000 万 kWh だと予測される。

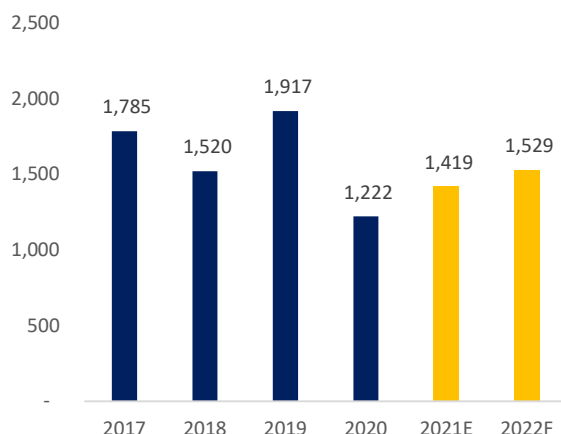
NT2 の電気契約販売価格が 37VND を引き下げた。NT2 の電気契約販売価格の固定費用が 2021 年初から 37.6VND/kWh 減の 499VND/kWh となった。BSC は固定費用の減少により、2021 年の売上総利益率が 8%で、2018 年～2020 年期間の 13～15%から低下すると予測しております。

2022 年以後安定的なキャッシュフローのおかげで、NT2 が毎年配当率が高い水準で維持する。

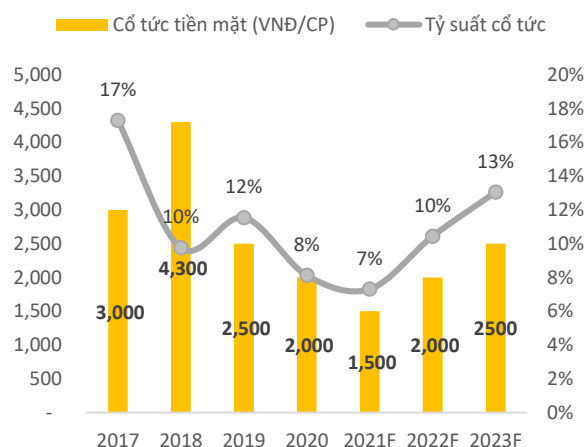
2021 年第 2 四半期には、負債の決済を完成したことは NT2 の安定的なキャッシュフローをもたらした。NT2 は長期借入の決済を 2021 年 6 月に完成した。NT2 が毎年、借入金保険費用及び政府保証 600 億ドンを支払わなければならないことで、外貨建て借入を決済したことは NT2 の財務費用を削減する。そのために、BSC は NT2 の 2021 年及び 2022 年財務費用がそれぞれ、前年比-51%減の 790 億ドン、同-81%減の 150 億ドンだと予測しております。これは NT2 の経営活動によるキャッシュフローを 1 兆 4,000 億ドン以上の安定的な水準で維持するだろう。

NT2 の経営活動によるキャッシュフロー(CFO)が安定的な水準で維持する(10 億ドン)。

2021 年～2023 年期間における NT2 の現金配当率予測



ソース: NT2, BSC Research



ソース: NT2, BSC Research

経営活動事業の安定的なキャッシュフローのおかげで、NT2 が次の数年に現金配当を 2,000～2,500VND/株で引き続き支払う可能性がある。2021 年に NT2 が長期借入の返済を完了したことのおかげで、キャッシュフローが業績の悪化に影響されないことで、NT2 が 2021 年現金配当を 1,500VND/株で引き続き支払うことができる。BSC は次の数年に好調な業績のおかげで、NT2 が 2022 年及び 2023 年の現金配当をそれぞれ、2,000VND/株、2,500VND/株で支払い、年当たり配当利回り 10%、13%と相当すると予測しております。また、PVPower という大口株主は 2022 年～2023 年間に Nhon Trach 3 案件及び Nhon Trach 4 案件向け資本を調達しているために、BSC は NT2 が次の数年に高い現金配当率を維持する可能性が高いと考えております。

業績予測

BSC は下記の仮定を基づく 2021 年には、NT2 の売上高を前年比 1%減の 6 兆 490 億ドン、税引後利益を同 49%減の 3,180 億ドン、EPSFW を 1,104VND/株と予測しております。

- 2021 年の発電量が前年比-11%減の 34 億 8,000 万 kWh だと予測されるのは火力発電事業が水力発電事業及び再生可能エネルギーほど調達されないことから由来する。
- 財務費用が前年比-51%減の 790 億ドンとなる可能性があるのは NT2 が 2021 年上半年に外貨建て借入を返済したことから由来した。
- 2021 年の材料ガスの輸入価格が前年比+20%増の 7.5USD/MMBTU だと予測されるのはガス供給源を価格 7.9USD/MMBTU で Sao Vang – Dai Nguyet ガス田から追加したことから由来する。

BSC は下記の仮定を基づく 2022 年には、NT2 の売上高を前年比 7 増の 6 兆 4,900 億ドン、税引後利益を同 31%増の 4,180 億ドン、EPS FW を 1,444VND/株と予測しております。

- 2022 年の発電量はラニーニャ現象の終わりの際に 2022 年下半年に発電量が回復することのおかげで、前年比+6%増の 36 億 8,000 万 kWh である。
- 2021 年には、材料ガスの輸入価格は前年比+2%増の 7.6USD/MMBTU であると予測されている。

- 財務費用が前年比-81%減の 150 億ドンとなる可能性があり、そのうち、主に流動資金借入に対しての借入コストである。

評価

BSC は EV/EBITDA 方法に基づく NT2 の理論価格を 2021 年 9 月 9 日の終値比 14%増の 2 万 4,700VND/株と評価し、NT2 の投資評価を「観察」と推奨しております。

評価

単位: 10 億ドン	価値
EBITDA 2022F	1,050,198
目標 EV/EBITDA	7.0
企業価値	7,351,389
(+)現金及び現金相当	293,695
(-) 負債	539,418
株主資本	7,105,666
流行中株数 (10 万株)	288
合理的な価格 (VND/株)	24,683

ソース: NT2, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	7,654	6,082	6,049	6,490	税引後利益	754	625	318	416
売上原価	(6,679)	(5,187)	(5,565)	(5,960)	原価償却及び割当て	690	693	693	693
売上総利益	974	895	484	530	流動資本変更	410	(176)	(168)	(263)
販売費用	48	18	17	17	他の修正	63	81	39	40
企業管理費用	(168)	(160)	(79)	(15)	営業活動からキャッシュフロー	1,917	1,222	882	887
営業利益/損失	(88)	(38)	(20)	(15)	固定資産購入額	(5)	(1)	(1)	(1)
金融活動収益	-	-	-	-	他の投資額	(183)	219	17	17
金融活動費用	(85)	(85)	(91)	(97)	投資活動からキャッシュフロー	(188)	218	16	16
借入費用	-	-	-	-	配当金	(259)	(719)	(432)	(576)
合併・関連会社関連収益	767	667	337	441	借入から金額	-	-	-	-
他の収益	30	(4)	-	-	他の未収金	(1,085)	(1,111)	(235)	(76)
税引前利益	797	663	337	441	金融活動からキャッシュフロー	(1,344)	(1,830)	(667)	(652)
法人税額	(43)	(38)	(19)	(25)	初期キャッシュフロー	65	451	62	293
税引後利益	754	625	318	416	中期キャッシュフロー	386	(389)	232	251
少数株主持分	-	-	-	-	最後期キャッシュフロー	451	62	293	545
少数株主利益等控除利益	754	625	318	416					
EBITDA	1,575	1,395	1,050	1,151					
EPS	2,540	2,095	1,104	1,444					
バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F	指数(%)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	451	62	293	545	支払能力				
短期投資	200	0	0	0	流動比率	0.8	0.9	1.2	1.5
短期未収金	1,459	1,489	1,480	1,584	当座比率	0.7	0.8	1.0	1.3
棚卸資産	302	318	351	419	資本構成				
その他流動資産	4	20	19	21	負債比率/総資産	24%	12%	9%	8%
流動資産	2,416	1,886	2,144	2,570	負債比率/株主資本	45%	18%	13%	12%
有形資産	11,324	11,325	11,348	11,370	稼働能力				
原価償却	(6,471)	(7,162)	(7,855)	(8,548)	棚卸資産回転期間	15	22	22	24
建設中非流動資産	1	-	-	-	売掛金回収期間	95	88	90	86
長期投資	-	-	-	-	買掛金回収期間	85	88	80	72
他の非流動資産	270	311	306	328	現金回転率	25	22	32	38
非流動資産	5,148	4,496	3,819	3,170	利益性				
総資産	7,564	6,381	5,964	5,739	売上総利益率	13%	15%	8%	8%
買掛金	1,250	1,248	1,176	1,181	税引後利益率	10%	10%	5%	6%
短期借入	1,350	775	539	463	ROE	19%	15%	7%	10%
他の短期借入	344	60	64	72	ROA	9%	9%	5%	7%
短期借入総額	2,944	2,083	1,780	1,716	評価				
長期借入	492	-	-	-	PE	6.2	15.1	16.8	12.8
他の長期借入	1	1	-	-	PB	0.9	1.0	1.3	1.3
長期借入	493	1	-	-	成長率				
負債総額	3,437	2,084	1,780	1,716	売上高	0%	-21%	-1%	7%
出資金	2,879	2,879	2,879	2,879	EBIT	-5%	-21%	-49%	28%
株式会社化による資本剰余金	(0)	(0)	(0)	(0)	税引前利益	-3%	-17%	-49%	31%
未処分利益	1,111	1,282	1,168	1,008	EPS	-3%	-18%	-47%	31%
他の株主資本	137	137	137	137					
少数株主持分	-	-	-	-					
株主資本総額	4,127	4,298	4,184	4,024					
総資本	7,564	6,381	5,964	5,739					
流行中株数	288	288	288	288					

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>

