

推奨	買い	ベテル建設株式会社(HSX: CTR) 5G ネットワーク商用化のおかげで利益成長に期待			
現値:	112,000	レポート作成日:	11/03/2023	株主構成	
前理論価格	-	流行中株数(100 万)	114	Viettel	65.6%
新理論価格:	130,000	時価総額(10 億ドン)	11,896	Bùi Thế Hùng	0.11%
配当率		過去 6 カ月間平均売買高	0.18	Nguyễn Thái Hưng	0.09%
上昇率	16%	外国人投資家保有率	9.9%		

業界分析者:

Trần Lâm Tùng,
(テクニク、水産、繊維・アパレル)
Tungtl@bsc.com.vn

評価

BSC は EV/EBITDA 方法に基づく、CTR の理論価格を 3 月 11 日の終値比 +16% 増の 130,000VND/株と評価し、CTR の投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) EV/EBITDA 評価方法は今後 CTR の見通しを十分に評価するため利用されております。2G ネットワークを閉鎖し、5G ネットワークを展開すると、密度を確保するために局への投資額が膨大し、2020 年～2023 年の期間の 3,000 億ドンに比べて 1 兆 7,000 億ドンであるだろう。
- (2) 目標 EV/EBITDA は 12.x であり、2021 年～2023 年の期間より高かった。そのために、BSC は今後 5 年間における CTR の CAGR が +17% になると期待しております。主な成長原動力は 5G ネットワーク商用化後のインフラへの投資・賃貸の需要から由来する。
- (3) BSC は 5G ネットワークが更に拡大すると期待され、Viettel だけではなく他のネット起業の通信インフラへの投資・建設の需要を促進する時、予想されると CTR の見通しを完全に反映するために 2025 年の EBITDA を割引の 15% で利用しております。

投資観点

- (1) CTR は 2G ネットワークの閉鎖と 5G ネットワーク商用化後から恩恵を直接受けている企業である。
- (2) 通信インフラ建設事業の収入は前年比 20% 増加すると期待されております。そのうち、民間建設事業の収入と通信インフラ建設事業の収入はそれぞれ、前年比 20% 増、同 60% 増となる。

業績予測

2024 年には、BSC は CTR の売上高を前年比 16.5% 増の 13 兆 1,630 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 17.5% 増の 6,100 億ドン、EPS を 5,329VND/株、PE を 21.x と予測しております。

2025 年には、BSC は CTR の売上高を前年比 17% 増の 15 兆 4,190 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 18% 増の 7,200 億ドン、EPS を 6,296VND/株、PE を 17.5x と予測しております。

株価の推移



リスク: (1)5G ネットワーク展開・入札の進捗は BSC の予想より遅い、(2) 民間建設市場の回復は予想より遅い。

指数	2024F	2025F	Peer	VN-Index		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	21	17.5	19.8	13.7	売上高	9,370	11,299	13,163	15,419
PB (x)	4.9	3.9	1.6	1.67	売上総利益	741	886	1,058	1,251
PS (x)	1	0.9	1.1	3.2	少数株主利益 等控除利益	443	517	610	720
ROE (%)	25%	24%	9%	16.8%	EPS	4,213	4,531	5,329	6,296
ROA (%)	8%	8%	3%	5.7%	EPS 成長率	4%	8%	17.5%	18%

I. 業績アップデート

CTR 10 億 VND	Q4.2022	Q4.2023	% YoY	2022	2023	% YoY
売上高	2,636	3,175	20%	9,467	11,299	19%
建設	748	1,148	53%	2,508	3,552	41%
通信インフラ運営	1,257	1,311	4%	4,894	5,519	13%
システム・インテグレーション	398	467	17%	1,443	1,461	1%
情報技術(IT)コンサルティング	143	127	-11%	308	332	8%
通信インフラシェアリング	91	122	35%	314	436	39%
売上総利益	234	274	18%	757	886	17%
売上総利益率	8.9%	8.6%	-0.2%	8.0%	7.8%	-0.2%
建設	20.7%	9.6%	-11.1%	12.8%	8.7%	-4.5%
通信インフラ運営	6.3%	5.7%	-0.5%	5.9%	5.5%	-0.4%
システム・インテグレーション	8.0%	4.8%	-3.2%	6.2%	5.9%	-0.3%
情報技術(IT)コンサルティング	20.9%	25.1%	4.2%	15.0%	19.7%	4.7%
賃貸インフラ	21.9%	28.3%	6.4%	30.5%	30.8%	0.3%
金融活動事業の収入	19	30	57%	27	105	284%
財務費用	(20)	(27)	32%	(24)	(94)	287%
そのうち:借入費用	(19)	(18)	-3%	(23)	(85)	276%
連結会社からの損益	-	-		-	-	
販売費用	-	-		-	-	
管理費用	(63)	(97)	55%	(189)	(249)	32%
経営活動からの利益	170	181	6%	570	648	14%
他の収入	(0)	(3)	521%	(1)	(5)	295%
税引前利益	170	179	5%	570	645	13%
法人	(1)	1	-234%	(2)	1	-142%
税引後利益	135	143	6%	455	517	13%
少数株主持分	0	-	-100%	0	0	49%
少数株主利益等控除利益 (NPATMI)	135	143	6%	455	516	13%
純利益率	5%	5%	-1%	5%	5%	0%

2023 年第 4 四半期業績 – 成長率を維持している

注意べきな点:

- (1) 収入は以下の要素に基づく前年比 20%増となった。
 - (i) 2023 年 9 月と 10 月の未実施契約額が増加したことで、建設事業の収入は前年比 53%増となった。
 - (ii) システム・インテグレーション事業の収入は前年比 17%増となった。
 - (iii) 賃貸インフラ事業の収入は前年比 35%増となった。
- (2) 少数株主利益等控除利益は前年比 6%増となった。この増加は(1)建設事業の売上総利益率が 9.6%で、2022 年第 4 四半期の 20.7%から減速した、(2)管理費用率が前年同期比 0.7%増の 3%だったということから由来した。

2023 年業績: BSC は CTR の売上高を前年比 19%増、少数株主利益等控除利益を同 13%増と予測しております。この増加は(1)建設事業が未実施契約額の増加で前年比 41%増となる、(2)インフラ賃貸事業が前年比 39%増となるということから由来した。

II. 投資観点

1. CTR は 2G ネットワークの閉鎖と 5G ネットワーク商用化後から恩恵を直接受けている企業である。

BSC は 2024 年が 5G ネットワークを商用化する年であり、2024 年第 4 四半期に収益を計上すると考えております。

- (1) 5G ネットワークの設備価格は 2020 年 4 分うちの 1 であることで、全国で 5G ネットワークを投資するのは適用である。
- (2) 政府は 2024 年に 5G ネットワークの商用化の実施を強化している。(1)商用化帯域幅の入札を 2024 年 1 月に実施し、入札結果は 2024 年第 1 四半期に公表された。それによると、落札企業は落札結果を受けてから 5G ネットワークステーションの使用と展開を約する必要がある。(2)2G ネットワークは 4G と 5G ネットワークの帯域を確保するために完全に閉鎖される。(3)国家デジタルトランスフォーメーションのプログラムは今年に引き続き加速すると予測されております。
- (3) Viettel は全国で 5G をカバーすることを目指しているために、(1)5G 商用化帯域幅 2,500 – 2,600 MHz の落札、(2)5G チップ技術の生産、(3)2024 年にインフラ投資の促進するという要素のおかげで、2024 年末までに 4G と 5G 加入者のみが存在することになる。

5G 商用化帯域 2,500 – 2,600 MHz は 2024 年に入札された

帯域幅	ネットワーク技術	立方数	帯域幅/立方数
2,300 – 2,400 MHz	4G	3 (A1: 2,300 – 2,330 MHz, A2: 2,330 – 2,360 MHz, A3: 2,360 – 2,390 MHz)	30
2,500 – 2,600 MHz	5G	1 (B1: 2,500 MHz – 2,600 MHz)	100
3,700 – 3,900 MHz	5G	2 (C2: 3,700 – 3,800 MHz, C3: 3,800 – 3,900 MHz)	100

ソース:情報省

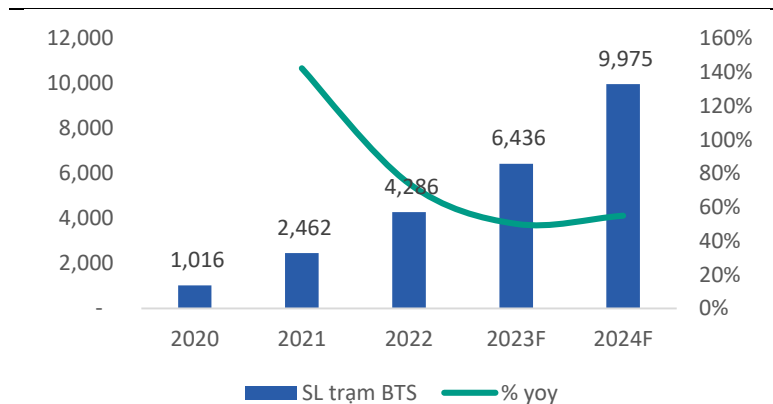
5G ネットワークは商用化すると、CTR は恩恵を直接受ける企業である。

BSC は賃貸インフラ事業の 2024 年収益が前年比 32% 増となり、今後 5 年間における CAGR が +23% 増となる。

(1) 2G ネットワークの閉鎖と 5G ネットワークの展開の後、インフラ賃貸の需要が高まっている。

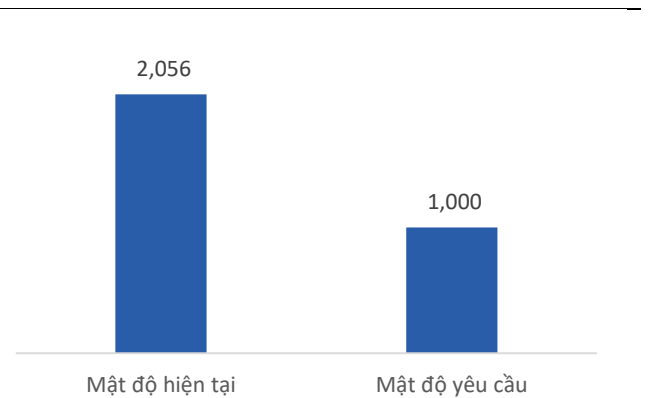
- (i) Viettel とネットワーク社は 2G の閉鎖後に密度を確保するために放送局を追加する。
- (ii) 情報通信省によると、5G ネットワークの基本的なカバー率は 1 ステーション/1,000 人であるが、Viettel のカバー率は 1 ステーション/2,056 人である。そのために、Viettel は 5G テクノロジーを応用するために現在のステーション数を 2 倍にする必要である。
- (iii) ステーション賃貸はネットワーク企業の投資コストを節約するソリューションである。

CTR のステーション数



ソース: CTR, BSC の予想

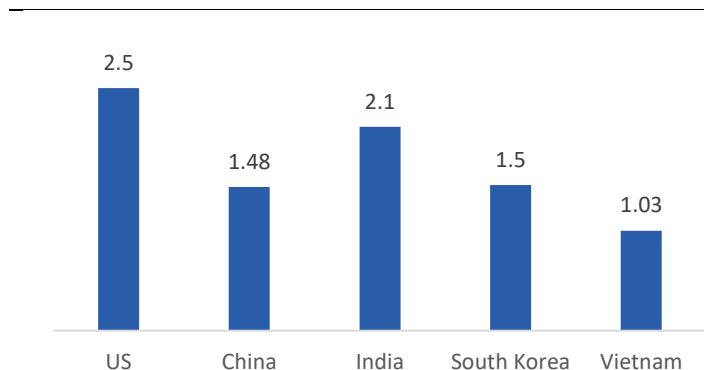
5G ネットワークの基本的なカバー率は 1 ステーション /1,000 人である



ソース: 情報通信省

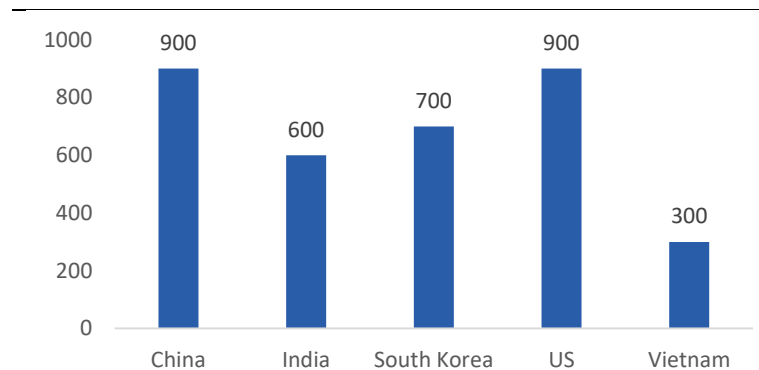
(2) 2024 年～2029 年の期間における共有利用率は以下の要素に基づく改善されると期待しております。(1) 情報通信省はリソースを節約するために、ネットワーク企業が同じインフラを利用することを要求する。(2) 現在 CTR の共有利用率は 5G を商用化した諸国のネットワーク企業に比べて相対的に低いため、改善の余地は大きくなっている。共有利用率を高めると、CTR のステーション当たり収入が増加し、利益率も大きく向上する。

5G を商用化した諸国での共有利用率



ソース: Frost & Sullivan

5G を商用化した諸国でのステーション当たり収入(USD/所)



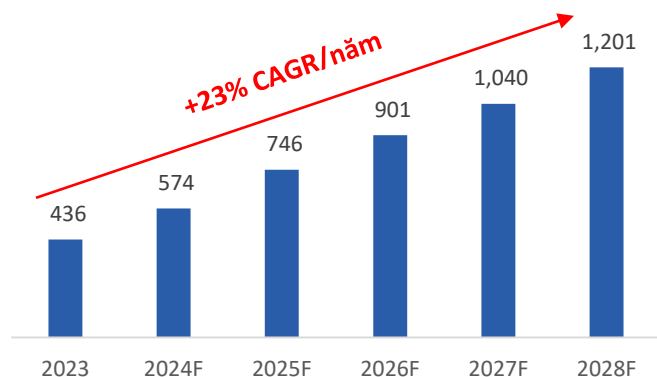
ソース: Frost & Sullivan

- (3) 上記の傾向に対応して、CTR は 2024 年～2025 年の期間における 1 兆 7,000 億 VND を投資する計画があり、そのうち、BTS ステーションの 4,000～5,000 カ所に 10 兆 3,000 億ドンを投資し、ケーブルネットワークに 3,000 億ドンを投資し、太陽光発電に 1,000 億 VND を投資する計画だ。

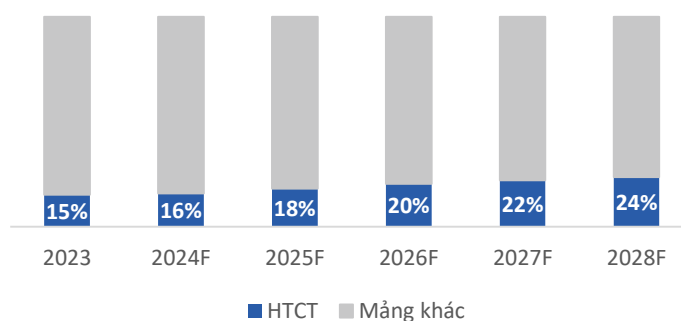
賃貸インフラ事業は今後 5 年間に CTR の利益成長原動力になるだろう。また、賃貸インフラ事業は総収入の 5% だけ占めているが、売上総利益に 15% を寄与している。BSC は寄与率が 2024 年に 17% であり、2028 年に 23～25% であると予測しております。

賃貸インフラ事業の CAGR は +23% 上昇すると予想されている。

利益に寄与率



ソース: BSC の予想



ソース: BSC の予想

通信インフラ運営事業

BSC は通信インフラ運営事業が 2024 年に前年比 15% 増となり、今後 5 年間に 10～15%/年間で成長率を維持すると予想しております。

- (1) 2024 年 1 月には、CTR は Viettel グループの通信インフラ運営と情報を確保するために 6 つのパッケージを落札した。落札総額は 15 兆 8,500 億 VND である。それによると、これらのパッケージの実施期間は 1096 日間である。
- (2) Viettel グループと他のネットワーク企業は商用化後 5G ネットワークのカバー率を確保するために通信インフラ量を増加する必であることで、通信導入量は増加するだろう。
- (3) また、Viettel グループは 4G ネットワークを発展するために、東南アジア、アフリカ、ラテンアメリカなどの海外市場でのカバー度を拡大しているのは CTR の仕事源となる。CTR はオーストラリアで新顧客グループを開拓している。

2. 通信建設事業と民間建設事業はそれぞれ前年比 +60% 増、同 +14% 増となることのおかげで、建設事業は前年比 +20% 増加すると期待されております。

BSC は通信建設事業の 2024 年収益が前年比 +60% 増加すると期待しております。

- (1) 2024 年には、5G ネットワークは普通になると、Viettel グループは農村地域を接続するシステムを含む周波数の促進に 30 兆 VND を投資する計画がある。それによると、2024 年～2025 年の期間における

BTS ステーションの 4,000 カ所を建設し、2022 年～2023 年の期間に比べて大きく増加する。現在、小型基地局は現在から 2030 年まで建設される。

(2) CTR の大規模なインフラ投資の需要が高まっている。CTR はベトナムで大規模な通信建設企業である。5G 商用化した市場を見ると、

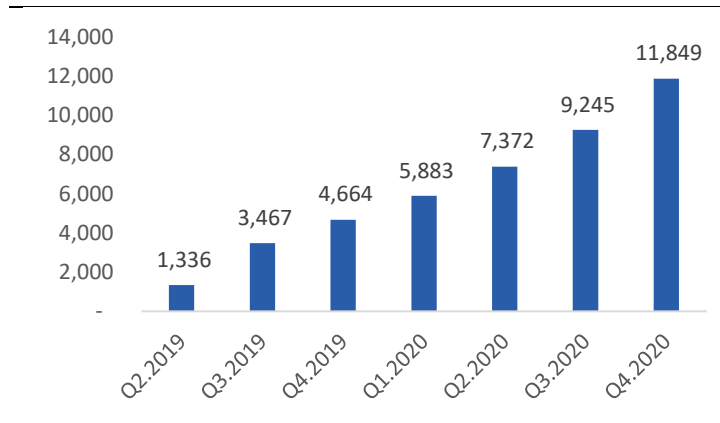
- 韓国: 投資費用は前年比 50%増となり、スターション数が商用化後の最初の年に+374%増となった。
- 東南アジア: 諸国での費用は 15 億～25 億ドルであると推定されております。

5G ネットワークを商用化したアジア諸国の投資費用

国	GDP (10 億ドル)	展開期間	投資費用 (10 億ドル)	5G 加入者数/現在の人口(%)
韓国	1,811	2019	25	90%
中国	17,730	2019	180	47%
シンガポール	397	2021	1.4	24%
マレーシア	373	2021	2.6	50%
タイ	505	2020	8.8	80%

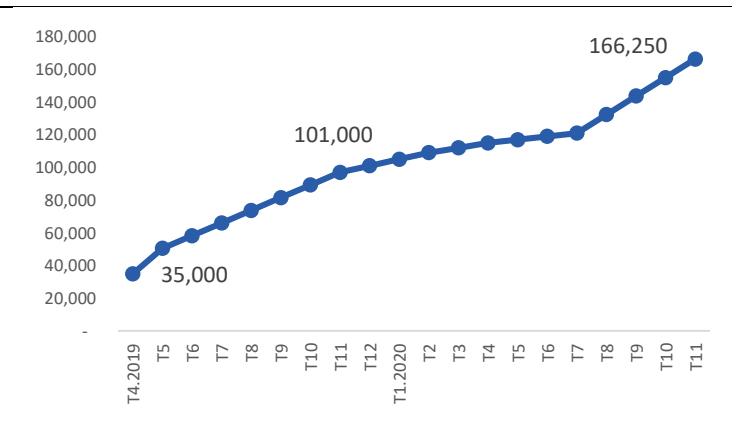
ソース: BSC

2019 年韓国での 5G 商用化後の加入者数



ソース: Opensignal

2019 年に韓国で商用化された後の 5G ステーションの数



ソース: Opensignal

民間建設事業では、BSC は以下の要素のおかげで、民間建設事業が同 14%増加すると期待しております。

- (1) B2C/SME 事業は前年比 20%増加すると期待されております。
- (2) B2B/SME 事業は前年比 8%増加すると期待されております。

III. 業績予測

2024 年には、BSC は CTR の売上高を前年比 16.5%増の 13 兆 1,630 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 17.5%増の 6,100 億ドン、EPS を 5,329VND/株、PE を 21.xと予測しております。

2025 年には、BSC は CTR の売上高を前年比 17%増の 15 兆 4,190 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 18%増の 7,200 億ドン、EPS を 6,296VND/株、PE を 17.5xと予測しております。

- (1) 2024 年～2025 年の期間における通信インフラ運営事業は前年比+15%増となる見込みだ。
- (2) 2024 年～2025 年の期間における建設事業は前年比+20%増となる見込みだ。
- (3) 2024 年～2025 年の期間における賃貸インフラ事業は前年比+32%増となる見込みだ。
- (4) 2024 年～2025 年の期間における売上総利益率は前年比 0.2%増の 8.0%であり、同+0.1%増の 8.1%である見込みだ。

仮定表

	単位	2023 年	2024 年の推 定	2025 年の推 定	前年比(2024 年)	前年比(2025 年)
金融		10 億 VND				
売上高		11,299	13,163	15,419	16%	17%
建設		3,552	4,270	5,125	20%	20%
通信インフラ運営		5,519	6,347	7,299	15%	15%
システム・インテグレーション		1,461	1,607	1,848	10%	15%
情報技術(IT)コンサルティング		332	365	402	10%	10%
賃貸インフラ		436	574	746	32%	30%
売上総利益		886	1,058	1,251	19%	18%
売上総利益率		7.8%	8.0%	8.1%		
販売費用		-	-	-		
販売費用率		0.0%	0.0%	0.0%		
管理費用		(249)	(290)	(340)		
管理費用率		2.2%	2.2%	2.2%		
財務費用		(94)	(121)	(146)		
借入費用		(86)	(120)	(144)		
税引前利益		645	762	900	18%	18%
税引後利益		517	610	720	18%	18%
少数株主利益等控除利益		517	610	720	18%	18%
EPS		4,531	5,329	6,296	18%	18%

ソース: BSC の予測

IV. 評価と推奨

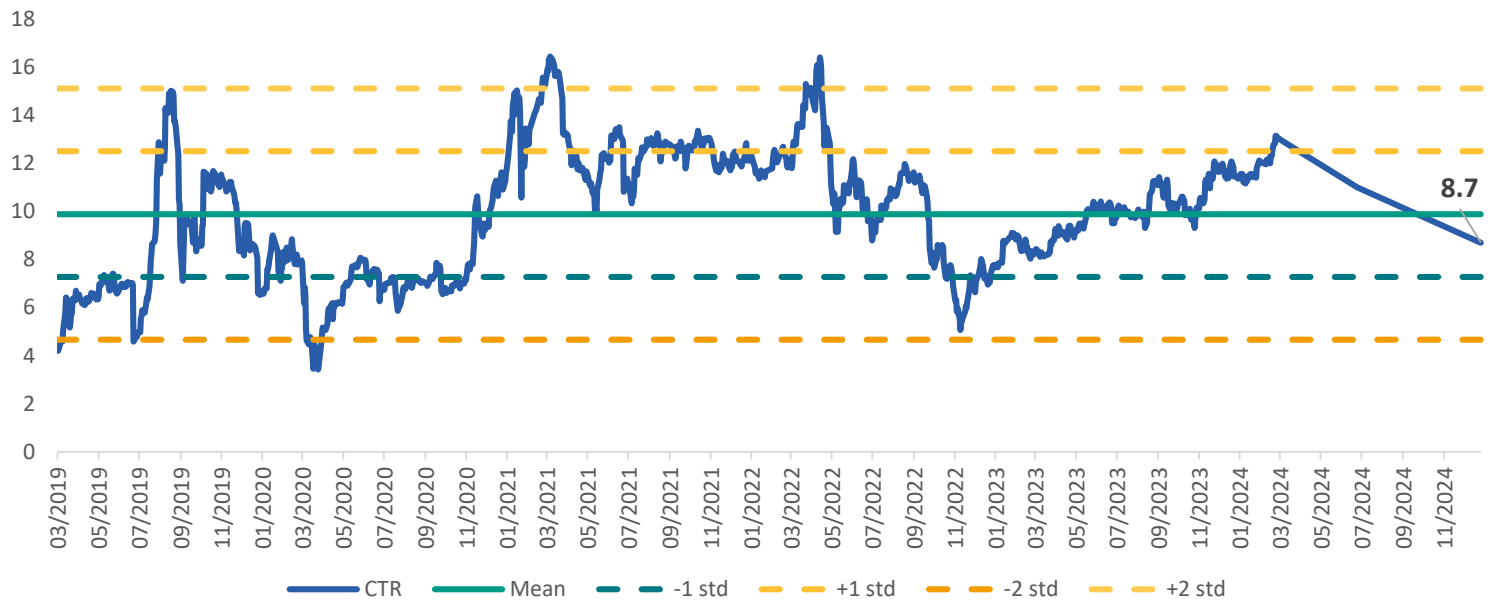
BSC は EV/EBITDA 方法に基づく、CTR の理論価格を 3 月 11 日の終値比+16%増の 130,000VND/株と評価し、CTR の投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) EV/EBITDA 評価方法は今後 CTR の見通しを十分に評価するため利用されております。2G ネットワークを閉鎖し、5G ネットワークを展開すると、密度を確保するために局への投資額が膨大し、2020 年～2023 年の期間の 3,000 億ドンに比べて 1 兆 7,000 億ドンであるだろう。
- (2) 目標 EV/EBITDA は 12.xであり、2021 年～2023 年の期間より高かった。そのために、BSC は今後 5 年間にける CTR の CAGR が+17%になると期待しております。主な成長原動力は 5G ネットワーク商用化後のインフラへの投資・賃貸の需要から由来する。
- (3) BSC は 5G ネットワークが更に拡大すると期待され、Viettel だけではなく他のネット起業の通信インフラへの投資・建設の需要を促進する時、予想されると CTR の見通しを完全に反映するために 2025 年の EBITDA を割引の 15%で利用しております。

仮定

EV/EBITDA の仮定	
目標 EV/EBITDA	12 lần
2025 年の EBITDA (予測)	1,467
2025 年の企業価値(EV)	17,604
(+) 現金と短期投資額	2,039
(-) 負債	(2,186)
株主資本	17,457
流行中株数(100 万株)	114
2025 年の合理的な株価	152,615
割引価値	15%
2024 年の目標価格 (VND/株)	130,000

CTR の EV/EBITDA FW 2025 は 8.7xであり、5 年間の平均水準より低い。



付録

業績(10 億 VND)	2021	2022	2023	2024F	2025F
売上高	7,447	9,370	11,299	13,163	15,419
売上原価	(6,819)	(8,629)	(10,413)	(12,105)	(14,168)
売上総利益	628	741	886	1,058	1,251
金融活動事業の収入	13	27	105	120	139
財務費用	(7)	(24)	(94)	(121)	(146)
そのうち:借入費用	(6)	(23)	(86)	(120)	(144)
連結会社からの損益	-	-	-	-	-
販売費用	-	-	-	-	-
企業管理費用	(161)	(189)	(249)	(290)	(340)
営業利益/損失	473	555	648	767	905
他の収益	(1)	(0)	(5)	(5)	(5)
税引前利益	472	555	645	762	900
法人税額	(96)	(112)	(129)	(152)	(180)
税引後利益	375	443	517	610	720
少数株主持分	0	0	-	-	-
親会社株主帰属利益	375	443	517	610	720
EPS	4,048	4,213	4,531	5,329	6,296

バランスシート (10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
現金及び現金相当	668	414	818	701	957
短期投資	100	1,222	1,000	1,040	1,082
短期未収金	1,610	2,367	2,945	3,431	4,019
棚卸資産	566	907	783	799	815
その他流動資産	69	85	81	94	111
短期資産	3,013	4,994	5,627	6,065	6,983
長期未収金	-	-	-	-	-
有形固定資産	745	769	794	2,294	3,494
原価償却	(284)	(396)	(509)	(735)	(1,158)
投資資産	461	754	1,164	829	494
原価償却	(97)	(191)	(335)	(335)	(335)
建設中非流動資産	103	94	152	-	-
長期投資	-	-	-	-	-
他の長期資産	23	18	36	42	49
長期資産	951	1,047	1,302	2,094	2,544
総資産	3,963	6,041	6,929	8,159	9,527
買掛金	2,458	2,936	3,350	3,558	4,007
短期借入	31	1,197	1,191	1,421	1,657
短期借入総額	2,488	4,133	4,541	4,979	5,663
長期借入	150	269	383	566	529
他の長期借入	14	14	15	15	15
長期借入総額	163	283	398	581	544
負債総額	2,652	4,416	4,938	5,559	6,207
出資金	929	1,144	1,144	1,144	1,144
株式会社化による資本剰余金	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
他の株主資本	(15)	4	23	23	23
未処分利益	397	476	824	1,434	2,154
少数株主持分	0	0	-	-	-
株主資本総額	1,312	1,625	1,991	2,600	3,320
総資本	3,963	6,041	6,929	8,159	9,527

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
税引前利益	472	555	645	762	900
原価償却及び割当て	155	208	258	226	422
流動資本変更	112	(538)	(200)	(313)	(178)
他の修正	(151)	(152)	(129)	(152)	(180)
営業活動からキャッシュフロ	588	72	575	522	964
固定資産購入額	(395)	(407)	(642)	(1,013)	(865)
他の投資額	(90)	(1,113)	222	(40)	(42)
投資活動からキャッシュフロ	(484)	(1,520)	103	(1,053)	(907)
配当金	(73)	(92)	-	-	-
借入から金額	133	1,285	108	413	199
他の未収金	-	-	(132)	-	-
金融活動からキャッシュフロ	60	1,194	-	413	199
初期キャッシュフロー	504	668	414	818	701
中期キャッシュフロー	164	(254)	404	(117)	257
最後期キャッシュフロー	668	414	818	701	957

指数(%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
支払能力					
流動比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
当座比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
資本構成					
負債比率/総資産	67%	73%	71%	68%	65%
負債比率/株主資本	202%	272%	248%	214%	187%
稼働能力					
棚卸資産回転期間	30	38	27	24	21
売掛金回収期間	79	92	95	95	95
利益性					
売上総利益率	8%	7.9%	7.8%	8.0%	8.1%
税引後利益率	5%	5%	5%	5%	5%
ROE	29%	27%	26%	23%	22%
ROA	9%	7%	7%	7%	8%
成長率(前年同期比)					
売上高	17%	26%	21%	16%	17%
営業収益	39%	21%	27%	21%	18%
税引前利益	37%	18%	16%	18%	18%
EPS	9%	4%	8%	18%	18%
流行中株数(100 万株)	93	105	114	114	114
簿価(VND/株)	14,150	15,457	17,463	22,733	29,029

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>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

