

推奨

Phan Quốc Bửu (PTCB)
hanhntk@bsc.com.vn

目標価格	50,200
終値	38,250
Upside	31.2%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

目標価格	N/A
損切り値	N/A

市場データ

発行済株式数	95
時価総額 (10億ドン)	3,631
過去52週間の最高値	43,699
過去10日の売買高 (株)	222,354
外国人投資家保有率	

大口株主

TRONG THONG NGUYEI	33.86
NORGES BANK	25.14
VAN TO NGUYEN	11.51
VENNER GROUP LTD	4.39
WAREHAM GROUP LTD	2.35

株価推移(1年間)



HDGの持続可能な開発

価格算定

BSCはRNAV方法、PE方法及びEV/EBITDA方法に基づくHDGの投資評価を目標価格の50,200VND/株で「買い」と推奨しております。

業績の予測

BSCの予測によると、2018年には、HDGの売上及び税引後利益はそれぞれ前年比87%増の4兆2,370億ドン、同167%増の7,584億ドンに達すだろう。また、親株主税引後利益は前年比109%増の4,124億ドンに達す。2018年の予測EPSは4,347VND/株である。

投資リスク

(1)不動産市場のリスク：

HDGは、Centrosa案件の保証された収益源があることで、不動産市場が順調に行かない場合、今後のプロジェクト進捗が延長することができます。

(2)再生可能エネルギー事業の天気災害リスク

企業アップデート

不動産事業：BSCの評価によると、2019年～2020年の期間における不動産事業はHDGの重要な成長原動力となるだろう。そのうち、収益は主にHà Đô Centrosa Garden案件、Hà Đô Dragon City案件及びHà Đô Green Lane案件から来る。

2019年以来、水力発電事業はNhan

Hac水力発電所からの収益寄与のおかげで、大きく成長すると予測された。それによると、Nhan Hac水力発電所（発電能力の59MW）は2018年第3四半期から稼動を開始したことで、HDGの水力発電能力を60 MWhから119 MWに引き上げた。

再生可能エネルギー事業。第4Hong

Phong太陽光発電プロジェクトは、1919年6月30日の前に9.35セントである優先的な電気料金を受するために稼動する予定です。第1 Tien

Thanh風力発電所プロジェクトは2019年第4四半期に稼動する予定です。

2018年9ヶ月の業績アップデート。2018年9ヶ月の売上及び利益は前年同期比6.8%増の1兆1,380億ドン、同比13.1倍の2,213億ドンに達した。原因は以下の通り。

(1)HDGが2018年第2四半期の前に殆どどのアパートを販売したこと及び一部の元借入を支払ったために、借入コスト売上が急減した。

(2) Centrosa

Garden案件からの一部の収益を計上する。2018年9ヶ月で、HDGの売上及び利益はそれぞれ、年間計画の26.5%、30.2%を達成し

Các báo cáo khác

HDGの事業アップデート:

不動産経営事業：不動産事業：BSCの評価によると、2019年～2020年の期間における不動産事業はHDGの重要な成長原動力となるだろう。そのうち、収益は主にHà Đô Centrosa Garden案件、Hà Đô Dragon City案件及びHà Đô Green Lane案件から来る。また、Nongtha Central Park案件は2018年第4四半期に販売を開始する予定。

最近、土地面積が増加しているのはHDGの長期発展を確保することができるだろう。国防省はHDGにおける保有株式を売り出した後、HDGはM&Aを促進し、Dich Vong- Cau Giayビル（1ヘクタール）、HaDo Gren Land（2～3ヘクタール）、62 Phan Dinh Giot（2.23ヘクタール）、Alila Bao Dai案件（8.92ヘクタール）などの新土地を追加買収していた。それによると、HDGはこれらの案件を2019年に展開する予定。BSCは、HDGはCentrosa案件の保証された収益源があることで、不動産市場が順調に行かない場合、今後のプロジェクト進捗が延長することができますと懸念しております。

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Vị Trí	Quy mô	DT dự kiến (tỷ đồng)	Tiến độ dự án	Tiến độ bán hàng/Thời gian thực hiện
<u>Dự án đang triển khai</u>						
Centrosa Garden	89%	Q10, HCM	8 tháp với 2,300 căn hộ	8,700*	2018: Bàn giao 2 tháp, 2019 là 4 tháp, 2020 là 2 tháp	Đã bán 100%
Hà Đô Dragon City	100%	An Khánh, An Thương	30ha với 528 căn biệt thự đơn lập, song lập, liền kề	2,000	Đã hoàn thiện hạ tầng cảnh quan, đang triển khai xây thô toàn bộ	Dự kiến mở bán từ tháng 11
Hà Đô Green Lane	100%	Q8, HCM	104,900 m ² sàn xây dựng, 1,000 căn hộ	2,000	N/A	Mở bán trong tháng 10.
Nongtha Central Park	N/A	Lào	74ha với 616 căn biệt thự	6,000	Đã có sổ đỏ	Mở bán trong T10
<u>Dự án trong kế hoạch phát triển</u>						
Tòa nhà hỗn hợp Dich Vong	100%	Cầu Giấy	48 tầng, 250,000 m ² sàn xây dựng	5,000	N/A	2019-2022
Tổ hợp nhà 62 Phan Đình Giót	100%	Hà Nội	198,000 m ² sàn xây dựng	2,800	N/A	2019-2021
Tòa Nhà CC3 Dich Vong	100%	Cầu Giấy	N/A	N/A	N/A	N/A
Alila Bảo Đại	100%	Nha Trang	36 biệt thự nghỉ dưỡng và 108 phòng khách sạn 5 sao	N/A	Đang hoàn thiện phê duyệt các thủ tục pháp lý	2020-2022

2

Nguồn: BSC Research, HDG, *Ước tính của BSC

Hac水力発電所からの収益寄与のおかげで、大きく成長すると予測された。それによると、Nhan

Hac水力発電所（発電能力の59MW）は2018年第3四半期から稼働を開始したことで、HDGの水力発電能力を60 MWhから119 MWに引き上げた。Nhan

Hac水力発電所案件の総投資額は1兆8,810億ドン、年間発電能力は2億600万KWhである。また、Nhan

Hac水力発電所は優先販売で適用された、とりわけ、乾季には、ラッシュアワーの電気料金が2,305VND/kWh、基本電気料金は700VND/kWh、平均電気料金は1,200VND/kWhである。この電気料金は、水力発電業の平均販売価格（約800-900 VND / kWh）よりも高い。

第4Hong

Phong太陽光発電プロジェクトは、2019年6月30日の前に9.35セントである優先的な電気料金を受するために稼働する予定です。HDGの代表者によると、太陽光発電プロジェクトの設置と試運転時間は非常に速い（平均約4ヶ月）。年間発電能力は48 MWp~40MWacで、9,100万kWh/年と相当すると見込まれた。総投資額は1兆1,000億ドン、2018年10月から着工する予定。

第1Tien

Thanh風力発電所は2019年第4四半期から稼働する予定。年間発電能力は60MWである予定、総投資額は2兆1,000億ドンである。HDGは2019年3月から法的な手続きを完成してから、2019年6月から建設を開始する予定。

2018年9ヶ月の業績アップデート。2018年9ヶ月の業績アップデート。2018年9ヶ月の売上及び利益は前年同期比6.8%増の1兆1,380億ドン、同比13.1倍の2,213億ドンに達した。原因は以下の通り。

(1)HDGが2018年第2四半期の前に殆どのアパートを販売したこと及び一部の元借入を支払ったために、借入コスト売上が急減した。

(2) Centrosa
Garden案件からの一部の収益を計上する。2018年9ヶ月で、HDGの売上及び利益はそれぞれ、年間計画の26.5%、30.2%を達成した。

2018年業績の予測

BSCは、HDGがHà Đô
Centrosa案件の収益を計上することで、年間計画を達成する可能性があると考えております。同案件の規模はアパートの2,300戸、見込み収入の10兆7,000億ドン、そのうち、低層のアパート115戸が収益の1兆5,000億ドンで引き渡した。2018年には、同案件の収益からの2兆4,000億ドンを計上する見込みだ。しかし、収益は主に2018年第4四半期に集中するのは不動産業の特徴な要素である。

BSCの予測によると、2018年には、HDGの売上及び税引後利益はそれぞれ、全円費87%増の4兆2,370億ドン、同167%増の7,584億ドンに達すだろう。親会社株主利益は前年比109%増の4,124億ドン、予測EPSは4,347VND/株である。

BSCはRNA	Giá trị mảng bất động sản	7,365,824	!価格の50,2
00VND/株	Khối lượng CPLH	94,926,858	
	(+) tiền & tương đương tiền	463,026	
	(+) bds đầu tư	592,554	
	(+) XDCB dở dang	1,481,091	
	(+) Khoản phải thu ngắn hạn	1,417,827	
	(-) nợ	7,440,318	
	NAVPS	Định giá RNAV	40.9
	Discount		15%
	Real NAVPS		34.7
	Giá trị mảng xây lắp	Định giá P/E	3.3
	Giá trị thủy điện	Định giá EV/EBITDA	12.16
	Giá trị cổ phiếu		50.2
	Giá thị trường		38.3
	Upside		31%

財務諸表指標

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	589	310	1,203	225	383
売上総利益	200	63	397	97	113
財務収入	17	9	12	13	9
財務費用	(37)	(28)	(8)	(22)	(20)
借入利息	(36)	(23)	(7)	(21)	(20)
販売費用	(136)	(5)	(87)	(7)	(44)
管理費用	(30)	(35)	(20)	(44)	(42)
営業利益／損失	14	5	295	36	15
他の収入	2	1	12	1	(1)
税引前利益	16	6	307	37	14
税引後利益	6	6	267	35	10
少数株主持分	30	7	48	17	0
親会社株主利益	(25)	(1)	219	18	10
EPS					
短期資産	5,158	4,506	4,878	4,909	5,619
現金及び現金相当	1,335	429	736	419	452
短期未収金	1,036	1,069	1,059	1,151	1,345
在庫	2,731	2,955	2,980	3,206	3,684
他の短期資産	56	53	104	133	137
長期資産	2,749	3,035	3,548	3,985	3,985
長期未収金	128	222	260	249	249
固定資産	1,161	1,158	1,170	1,138	1,126
進行中である長期資産	745	882	1,043	1,315	1,475
他の長期資産	86	141	121	147	137
総資産	7,906	7,542	8,427	8,894	9,604
買掛金	6,076	5,704	6,338	6,836	7,433
短期負債	2,318	2,371	1,445	1,252	1,327
短期借入	435	210	274	268	324
長期負債	3,759	3,333	4,893	5,583	6,107
長期借入	2,121	1,551	1,596	1,710	1,797
株主資本	1,830	1,838	2,089	2,053	2,171
出資資本	760	760	760	760	760
未処分利益	284	279	496	459	455
総資本	7,906	7,542	8,427	8,888	9,604
売上高の成長率(%)	122%	-28%	2%	35%	-35%
売上総利益率	34.0%	20.3%	33.0%	43.1%	29.6%
借入費用／売上高	6.1%	7.4%	0.6%	9.5%	5.2%
販売費用／売上高	23.2%	1.5%	7.2%	3.0%	11.5%
管理費用／売上高	5.1%	11.3%	1.6%	19.6%	11.1%
純利益率	1.0%	2.0%	22.2%	15.3%	2.5%

2018年9ヶ月には、2018年9ヶ月の売上及び利益は前年同期比6.8%増の1兆1,380億ドン、同比13.1倍の2,213億ドンに達した。原因は以下の通り。

(1)HDGが2018年第2四半期の前に殆どのアパートを販売したこと及び一部の元借入を支払ったために、借入コスト売上が急減した。(2)

CentrosaGarden案件からの一部の収益うい計上する。2018年9ヶ月で、HDGの売上及び利益はそれぞれ、年間計画の26.5%、30.2%を達成した。

Hà Đô

Centrosa案件は在庫構成の最大な割合（69%相当）を占めている。

進行中である基本資産は主なNhan Hac水力発電所（進行中基本建設費用の76.1%を占め）から来た。

いくつかの基本的な財務指標

1. 支払能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
流動比率	2.23	1.90	3.38	3.92	4.24
当座比率	1.02	0.63	1.24	1.25	1.35
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.65	0.60	0.58	0.55	0.59
長期資産/総資産	0.35	0.40	0.42	0.45	0.41
負債比率/総資産	0.77	0.76	0.75	0.77	0.77
負債比率/株主資本	3.32	3.10	3.03	3.33	3.42
短期負債/総資産	0.29	0.31	0.17	0.14	0.14
長期負債/総資産	0.48	0.44	0.58	0.63	0.64
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
売掛金回転率	8.9	6.6	4.6	7.3	7.8
買掛金回転率	9.0	8.7	7.3	7.4	7.9
在庫日	569.0	653.9	667.8	690.3	835.4
売掛日	40.9	55.4	78.6	50.2	47.0
買掛日	40.5	42.1	50.2	49.0	46.3
現金回転率	569.4	667.3	696.2	691.5	836.0
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	1.0%	2.0%	22.2%	15.3%	2.5%
税引後利益/株主資本(%)	14.3%	10.6%	15.0%	16.0%	15.9%
税引後利益/総資産	3.5%	2.6%	3.5%	3.7%	3.7%
資産運用による収益/売上高	2.3%	1.6%	24.5%	15.9%	4.0%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	3.91	3.95	3.95	4.23	4.38
収入/総資産	0.34	0.32	0.28	0.28	0.25
EBIT/収入	0.18	0.16	0.20	0.19	0.21
EBT/EBIT	0.68	0.64	0.76	0.81	0.84
利鞘/税引前利益	0.81	0.78	0.85	0.86	0.87
6. 評価					
PE	12.7	24.0	12.2	12.2	9.9
PB	2.2	2.9	1.7	2.1	1.7
EPS	2,464	1,737	2,348	2,781	2,801
簿価	14,190	14,136	16,760	16,438	16,353
7. 成長率 (前年同期比)					
総資産	51%	28%	29%	17%	21%
負債	19.6%	18.3%	23.0%	10.9%	18.6%
売上高(G101)	122.2%	-28.0%	2.0%	35.4%	-35.0%
売上総利益	158.3%	-52.7%	1.2%	17.1%	-43.3%
税引後利益	396.8%	-90.9%	63.6%	578.8%	70.6%
EPS					

負債総資産の比率及び総負債総資産の比率はそれぞれ7%、3.42倍となった。しかし、前受金額を除けば、負債総資産の比率及び負債株主資本の比率はそれぞれ2.1%、0.98倍となった。これはかなり安全な水準であると評価しております。ほとんどの借入は水力発電プロジェクトのために融資されている。

HDGの現PEは9.9xであり、業界の平均水準(12.2x)より低かった。

テクニクハイライト

- ・ 現在傾向：短期上昇、中期累積
- ・ MACD指標：プラス収束、ゼロ線の上。
- ・ RSI指標：買われ過ぎゾーンから下落。

評価：8月半以降、HDGは株価の40.5（46%増）までに上昇した。HDGは株価の38~40の辺りに累積する可能性が高い。MA50はMA200を上回っている傾向がある。これは市場が新上昇局面に入る前に良いシグナルであるだろう。

推奨：今後HDGの動きを観察するべきだ。



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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

