

### 推奨

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (業界分析)

[hanhntk@bsc.com.vn](mailto: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)

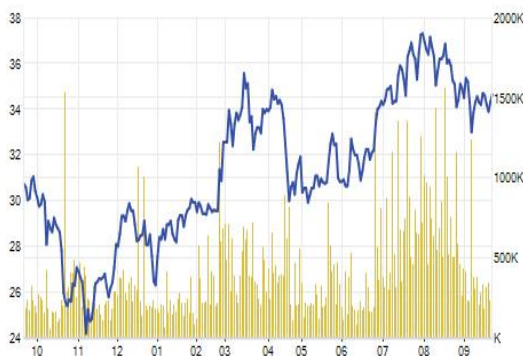
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

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%

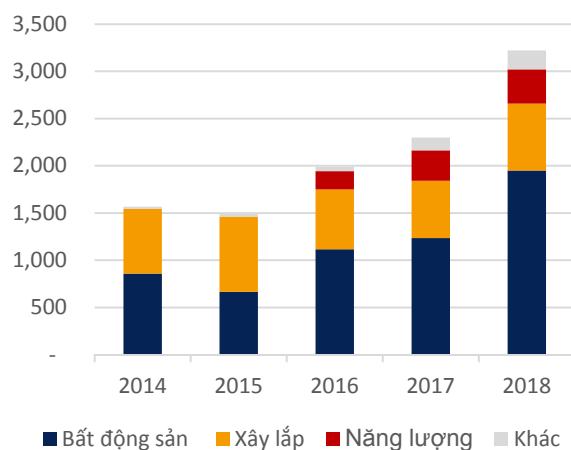
## 各事業の株主資本構成

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%

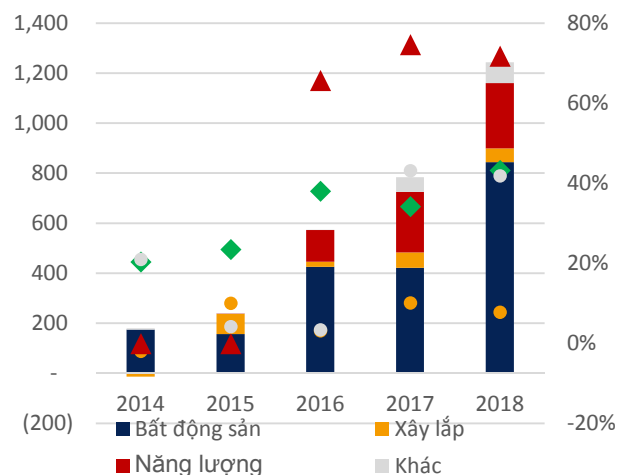
ソース: HDG, BSC Research

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)
<b>水力発電</b>						
Za Hưng	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
<b>太陽発電</b>						
Hồng Phong 4	2019	Bình Thuận	40	98	1,100	28
<b>現在の生産能力</b>			<b>159</b>	<b>564</b>		
<b>2020 年後の生産能力</b>			<b>353</b>	<b>1,194</b>		

ソース: HDG, BSC Research



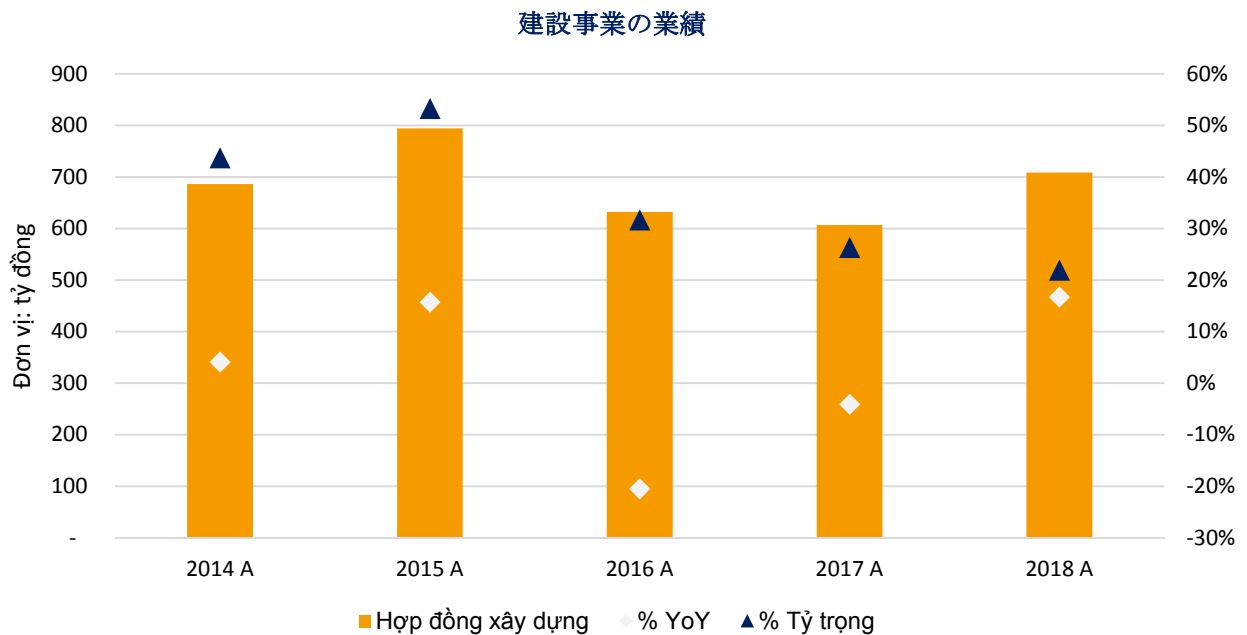
- 稼働中水力発電案件
- 建設中水力発電案件
- 稼働中エネルギー発電案件

ソース: HDG, BSC Research

### Hong 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。

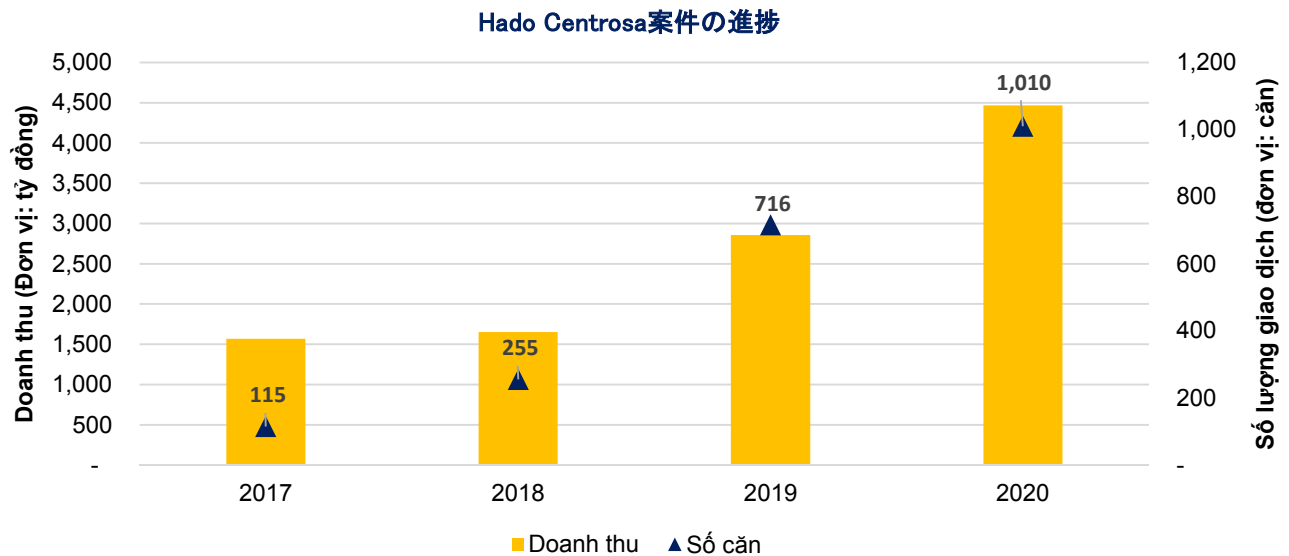
今後、HDG のオフィス賃貸面積は Hado Centrosa 案件の商業用フロアが運営すると、大幅に増加すると予測しております。



## 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。

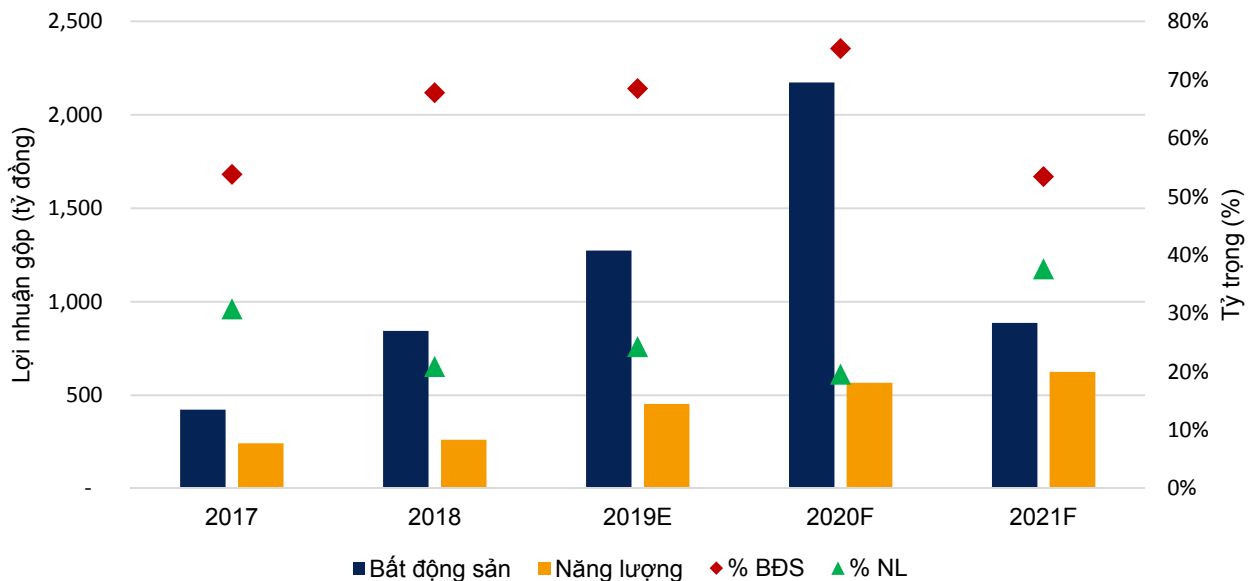
### 太陽発電案件

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 Thành	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					<b>1.05</b>

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。

2017年～2021年の期間における売上総利益の比率



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
<b>建設活動・不動産・電気</b>										
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
<b>平均</b>	<b>5,258</b>	<b>9,458</b>	<b>4,213</b>	<b>793</b>	<b>59.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>27.8%</b>	<b>8.4</b>	<b>1.7</b>	<b>8.3</b>
<b>中位</b>								<b>7.6</b>	<b>1.6</b>	<b>8.5</b>
<b>不動産</b>										
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
<b>平均</b>	<b>7,101</b>	<b>9,574</b>	<b>2,597</b>	<b>573</b>	<b>55.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>16.3%</b>	<b>12. 1</b>	<b>1.7</b>	<b>15.9</b>
<b>中位</b>								<b>12. 7</b>	<b>1.8</b>	<b>17.1</b>
<b>建設</b>										

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
<b>平均</b>		<b>3,967</b>	<b>10,165</b>	<b>10,273</b>	<b>414</b>	<b>63.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>11.9%</b>	<b>7.0</b>	<b>0.9</b>	<b>12.0</b>
<b>中位</b>									<b>5.4</b>	<b>0.9</b>	<b>8.9</b>
<b>水力発電</b>											
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

## 基本的な財務指標

	2015	2016	2017	2018	9T2019	
<b>1. 支払可能</b>						
流動比率	2.10	2.04	3.38	3.00	1.11	- 支払能力は安全的な水準で留まっている。
当座比率	1.14	0.83	1.24	1.28	0.45	
借入利息比率	13.08	2.86	3.68	9.5	5.22	
<b>2. 資本構成</b>						
短期資産/総資産	0.73	0.62	0.58	0.62	0.47	- HDG はエネルギー事業にシフトすると、長期資産の割合が大幅に増加した。 - 債務比率は 75~80%で維持している。
長期資産/総資産	0.27	0.38	0.42	0.38	0.53	
負債比率/総資産	0.57	0.73	0.75	0.76	0.75	
負債比率/株主資本	1.34	2.65	3.03	3.15	3.05	
短期負債/総資産	0.35	0.30	0.17	0.21	0.43	
長期負債/総資産	0.22	0.42	0.58	0.55	0.33	
<b>3. 稼働能力</b>						
棚卸資産回転率	1.3	0.8	0.6	0.6	0.8	在庫日数は多い。在庫は Centrosa, Binh An Riverside, Noongtha と Charm Villas という 4 つの大手な案件に集中していることで、2020 年まで HDG の収入を確保するだろう。
売掛金回転率	5.5	5.4	5.6	5.0	8.7	
買掛金回転率	4.6	9.0	6.0	6.4	5.7	
在庫日数	273.6	435.4	642.8	614.3	456	
売掛日	66.8	67.7	65.7	73.2	42	
買掛日	79.0	40.7	60.5	56.6	64.0	
	261.5	462.4	648.1	630.9	434	
<b>現金回転率</b>						
<b>4. 利益性</b>						
売上高利益率 (ROS)	9.4%	12.7%	12.5%	23.5%	22.5%	- 利益性は高まった。
株主資本利益率 (ROE)	11.8%	16.1%	14.5%	31.9%	44.6%	
総資産利益率 (ROA)	5.2%	5.2%	3.8%	7.8%	10.5%	
税引前利益率	12.4%	12.1%	14.1%	27.1%	34.5%	
<b>5. DuPont モデル</b>						
総資産/株主資本	2.27	3.11	3.86	4.10	4.41	- ROE は僅かに増加した。
収入/総資産	0.55	0.41	0.30	0.33	0.37	
EBIT/収入	0.13	0.21	0.20	0.32	0.37	
EBT/EBIT	0.94	0.72	0.76	0.90	0.91	
利轄/税引前利益	0.75	0.86	0.85	0.83	0.81	
<b>6. 評価</b>						

---

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します。

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に基づく。

#### 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日から稼働し、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%で稼働した後、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%
<b>エネルギー事業</b>	<b>194</b>	<b>324</b>	<b>363</b>	<b>572</b>	<b>715</b>
前年比		67%	12%	48%	25%
売上総利益率	66%	75%	72%	79%	79%
<b>建設事業</b>	<b>632</b>	<b>607</b>	<b>709</b>	<b>681</b>	<b>685</b>
前年比	-20%	-4%	17%	-4%	1%
売上総利益率	3%	10%	8%	7%	7%
<b>その他</b>	<b>90</b>	<b>212</b>	<b>287</b>	<b>312</b>	<b>333</b>
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
<b>不動産事業</b>					<b>2,659</b>
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
<b>不動産・賃貸オフィス</b>			<b>994</b>	<b>100%</b>	<b>994</b>

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

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、販売価格が高いだらう。

### 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ことを示した。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
<b>売上高</b>	<b>1,988</b>	<b>2,297</b>	<b>3,221</b>	<b>4,390</b>	<b>6,533</b>
売上原価	1,415	1,516	1,979	2,655	3,786
<b>売上総利益</b>	<b>573</b>	<b>781</b>	<b>1,243</b>	<b>1,735</b>	<b>2,746</b>
販売費用	146	234	68	88	131
管理費用	95	136	197	263	392
<b>営業利益</b>	<b>332</b>	<b>412</b>	<b>978</b>	<b>1,384</b>	<b>2,224</b>
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	-	-
<b>税引前利益</b>	<b>293</b>	<b>323</b>	<b>954</b>	<b>1,188</b>	<b>1,822</b>
法人税	41	50	167	238	364
<b>税引後利益</b>	<b>236</b>	<b>178</b>	<b>633</b>	<b>741</b>	<b>1,137</b>
<b>EPS(VND／株)</b>	<b>3,109</b>	<b>1,936</b>	<b>6,873</b>	<b>6,159</b>	<b>9,295</b>

## 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
<b>短期資産</b>	<b>4,147</b>	<b>4,911</b>	<b>6,743</b>	<b>7,788</b>	<b>10,110</b>
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
<b>長期資産</b>	<b>2,554</b>	<b>3,505</b>	<b>4,343</b>	<b>7,913</b>	<b>12,015</b>
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
<b>総資産</b>	<b>6,700</b>	<b>8,416</b>	<b>11,087</b>	<b>15,701</b>	<b>22,125</b>
<b>買掛金</b>	<b>4,866</b>	<b>6,331</b>	<b>8,396</b>	<b>12,317</b>	<b>17,316</b>
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
<b>株主資本</b>	<b>1,834</b>	<b>2,084</b>	<b>2,691</b>	<b>3,385</b>	<b>4,808</b>
<b>総資本</b>	<b>6,701</b>	<b>8,416</b>	<b>11,087</b>	<b>15,701</b>	<b>22,125</b>





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	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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。</li> <li>- 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。</li> <li>- 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。</li> <li>- 2019 年 9 ヶ月の財務費用(主な借入利息)は 3 倍増となった。</li> <li>- 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。</li> <li>- 在庫は 主に Centrosa、Binh An Riverside、Noongtha と Charm Villas に集中している。</li> <li>- 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。</li> </ul>
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)	
管理費用	(71)	(95)	(118)	(204)	(162)	
営業利益／損失	184	241	319	868	995	
他の収入	2	52	16	43	(2)	
税引前利益	185	293	335	911	993	
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	
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	
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	
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
<b>総資本</b>	<b>3,055</b>	<b>6,700</b>	<b>8,427</b>	<b>10,902</b>	<b>13,055</b>

- 長期借入残高は2兆5,000億ドルを増加した。

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	有面積 (m2)	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)	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
Hỗ trợ 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

2019年11月14日

# HDG一ハド株式会社

## 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>

