

業界: 電気

ベトナム石油ガス電力総公社 (HSX: POW) 困難を越える

推奨 **買い**

| | | | | | |
|------------|------------|-------------|------------|--------------------------------|--------|
| 現値: | 10,000 | レポート作成日: | 16/11/2020 | 株主構成 | |
| 理論価格: | 12,000 | 流行中株数(100万) | 2,342 | PVN | 79.94% |
| 配当率 | 3% | 時価総額(10億ドン) | 22,669 | Norges Bank | 1.27% |
| <u>上昇率</u> | <u>20%</u> | 過去6ヶ月平均売買高: | 3,828,215 | Amersham Industries Ltd | 0.71% |
| | | 外国人投資家保有率 | 9.86% | Hanoi Investments Holdings Ltd | 0.52% |

業界分析:

Dương Quang Minh
(電気,水道)
minhdq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 85,000 VND

損切り値: 65,000 VND

株価の推移



評価

- BSCはEV/EBITDA方法に基づくPOWの理論価格を2020年11月15日の終値比20%増の1万2,000VND/株と評価し、POWの投資評価を「買い」と推奨しております。この評価は(1) Sao Vàng - Đại Nguyệt 田が2020年末から稼働し始める、(2) Vũng Áng 工場が安定的な生産能力を引き続き維持する、(3)良好な水文条件が水力発電所の生産量を増加させるという期待に基づく。

業績予測

- BSCは2020年には、POWの売上高を前年比15.9%減の29兆7,400億ドン、税引後利益を同20.7%減の2兆2,630億ドン、EPSを799VND/株と予測しております。
- 2021年には、BSCは(1)NT1発電所が生産量を増加する、(2)降雨量の増加が2021年にPOWの水力発電所の2ヶ所の業績を改善させる、(3)Ca Mau発電所の貸倒引当金がないという仮定に基づく、POWの売上高を前年比10%増の32兆7,850億ドン、税引後利益を同39%増の3兆1,490億ドンと予測しております。

事業傾向

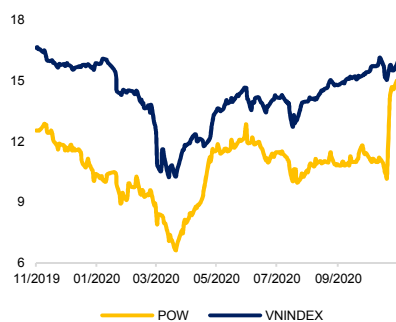
- MSCI FM Index 及び MSCI FM 100 Index 投資するにファンドからの新規キャッシュフローは2020年11月以降市場に参加する。それによると、iShare ファンドの中にPOWの比率は0.13%から0.33%に引き上げる予定。

リスク

- 為替レートの上昇はPOWの税引後利益に影響を与える。
- ガス価格と石炭価格は国内供給の制限により引き上げる。
- 再生可能エネルギー発電所による競争。

企業アップデート

P/E



- 2020年9ヶ月には、POWの売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比14%減の21兆7,950億ドン、同31%減の1兆4,870億ドンを達した。
- BSCは、(1)年末の降雨量が再び増加するのは水力発電事業を僅かに回復させる、(2)NT発電所が普通に稼働することで、年間計画の達成を確保されると考えております。

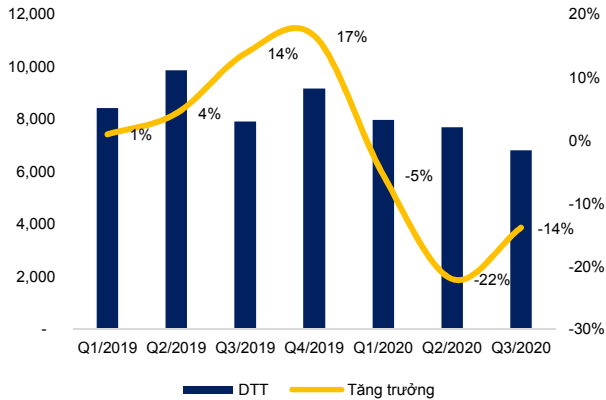
| | 2019 | 2020F | VN-Index |
|----------------|------|-------|----------|
| PE (x) | 10.7 | 12.4 | 14.7 |
| PB (x) | 0.9 | 0.8 | 2.0 |
| PS (x) | 0.8 | 0.8 | 1.5 |
| ROE (%) | 8.9% | 7.5% | 13.3% |
| ROA (%) | 4.4% | 4.1% | 2.4% |
| EV/ EBITDA (x) | 5.2 | 5.9 | 14.0 |

| | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 収入 | 35,374 | 29,740 | 32,785 | 32,635 |
| 売上総利益 | 5,138 | 3,509 | 4,246 | 4,148 |
| 税引後利益 | 2,855 | 2,263 | 3,149 | 3,280 |
| EPS | 964 | 799 | 1,106 | 1,184 |
| EPS 成長率 | 176% | 8% | -22% | -2% |
| 純借入/株主資本 | 104% | 77% | 47% | 38% |

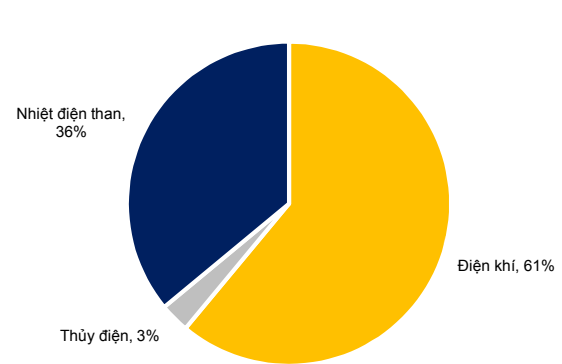
企業の業績アップデート

2020年9ヶ月には、POWの売上高は前年同期比14%減の21兆7,950億ドンで、年間計画の60%を達成した。税引後利益は同31%減の1兆4,870億ドンで、年間計画の72%を達成した。そのうち、電気事業は60%と最も大きい割合を占め、次は石炭火発電事業と

2020年第3四半期の売上高（10億ドン）



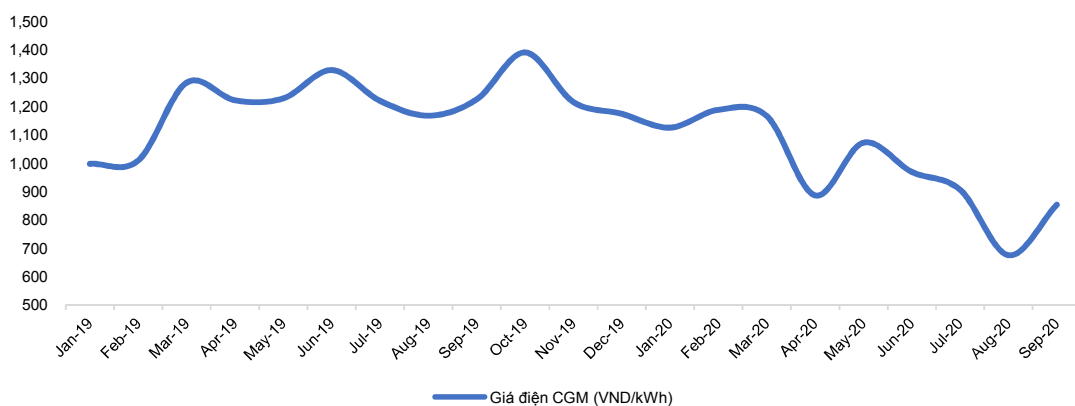
2020年9ヶ月の収入構成



水力発電事業の割合がそれぞれ、36%と3%である。

ソース: POW, BSC Research

CGM電気価格の動向



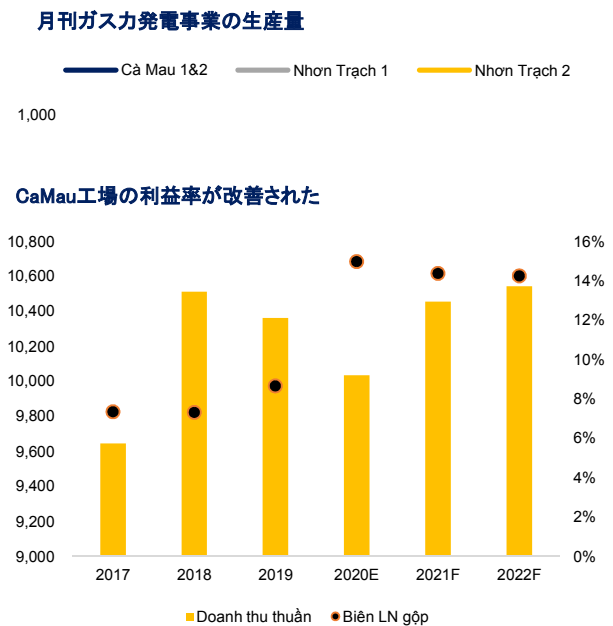
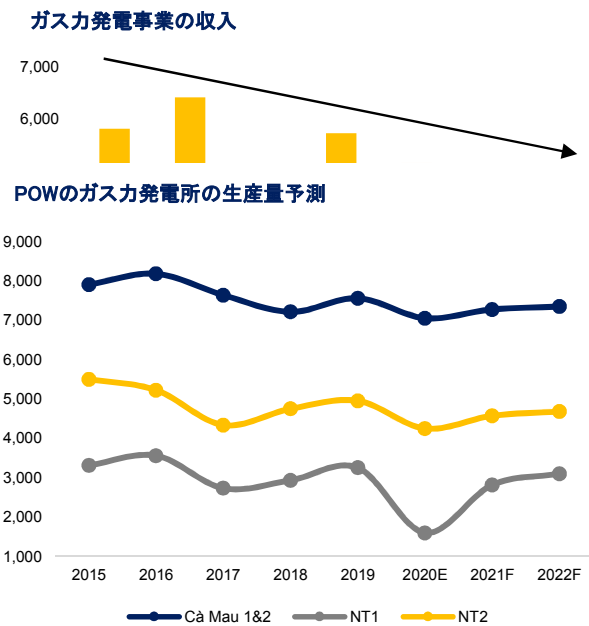
ソース: BSC Research

ガス力発電事業-2020年に困難を直面し、2021年以降回復すると期待されている。

ガス力発電事業は困難を直面している。2020年第3四半期には、ガス力発電事業の総収入は前年同期比21%減の3兆9,480億ドンを達した。また、売上総利益は3,400億ドンを減少した。

Nhơn Trạch 2 発電所の生産量は前年同期比32%減となり、2020年第3四半期に赤字の60億ドンを計上した。

ソース: POW, BSC Research



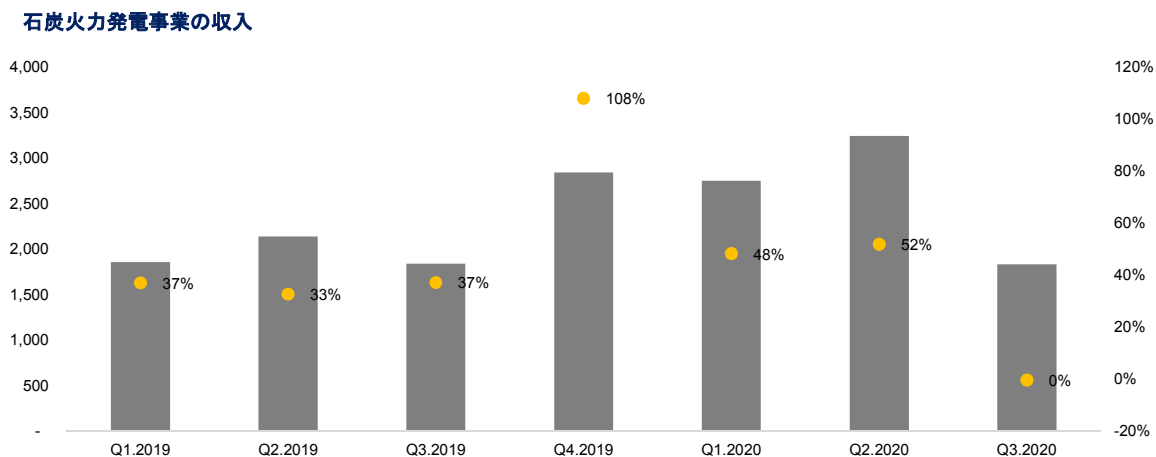
BSCはSao Vàng - Đại Nguyệt 田が2020年末から稼働し始めると、2021年ガス提供が改善されると期待しております。

ソース: BSC Research

石炭火発電事業 - 安定的に稼働する

VungAng 発電所は安定的に稼働している。2020年9ヶ月には、収入は前年同期比 34% 増の 7 兆 8,320 億ドンを達した。VungAng 発電所の生産量は 53 億 kwh で、年間計画の 84.6%を上回った。

VungAng 発電所の売上総利益は 2,720 億ドンを減少した。



ソース: POW, BSC Research

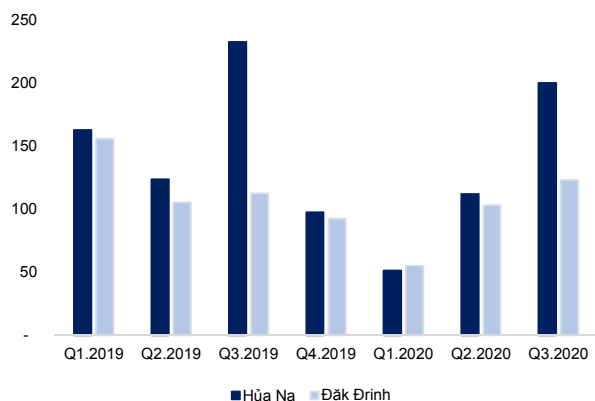
2020年には、VungAng 発電所の総生産量は 68 億 kWh で、年間計画の 109%を達成するとみこまれた。

水力発電事業 - ラニーナ現状から成長の期待

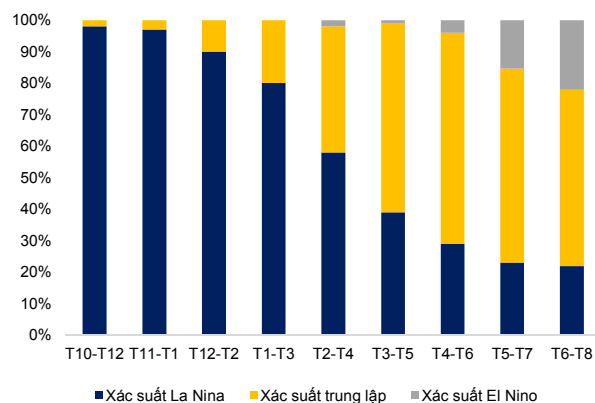
2020年9ヶ月には、Hua Na 発電所と Dak Drinh 発電所の総収入は前年同期比 28%減の 6,450 億ドンを達した。

2020年上半期の不順調な水文条件により、POWの2020年9ヶ月の水力発電の総生産量は前年同期比 27%減の 5 億 8,600 万 kWh だった。しかし、エルニーノのピークが終って、2020年末~2022年の期間における降雨量が改善されると予測しております。そのため、水力発電所の生産量は今後増加すると予測しております。

POWの水力発電所の収入



ラニーナが出る可能性について予測



ソース: POW, BSC Research

業績予測

電力の不足がより深刻になるだろう。商工省によると、電力不足量は2020年に20億 kWh、2021年に70億 kWh、2022年に145億 kWhを記録する可能性がある。そのために、BSCはPOWの発電所が今後数年間でより高い効率で稼働すると考えております。

第3と第4Nhon Trach 発電所は2021年第2四半期に建設着工し、2024年以降稼働すると見込まれた。これは将来にPOWの成長原動力である。また、LNGガス輸入用ThiVai港は2019年10月に着工し、2023年末に稼働する見込みだ。

BSCは2020年には、以下の仮定に基づくPOWの売上高を前年比7.8%減の10兆4,220億ドン、税引後利益を同8.6%減の2兆6,530億ドンと予測しております。

- NT2 発電所は普通に稼働し、年間計画を確保する。
- Vung Ang 発電所の生産量は安定的に引き続き維持される。
- 降雨量が年末に増加することで、水力発電事業が僅かに回復する。
- PPA 価格の再交渉は2020年第4四半期に完了する。
- POWは貸倒引当金の4,000億ドンを計上する。

2021年には、BSCは以下の仮定に基づくPOWの売上高を前年比10.2%増の32兆7,850億ドン、税引後利益を同39.1%増の3兆1,490億ドンと予測しております。

- NT1 発電所の生産量は大幅に増加する。この増加は商用電源が増加すること及び2021年のガス提供量が2020年より安定的に安定することから由来する。
- ガス価格と石炭価格は低い水準で安定的に維持する。
- 来年降雨量の増加はHua Na水力発電所及びĐăk Đrinh水力発電所の業績を向上させる。
- Ca Mau 発電所での貸倒引当金がないのはPOWの財務費用を削減させる。

2021年～2022年の期間におけるPOWの業績予測

| 単位:10億ドン | 2019 | 2020E | 2021F | 2022F |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 売上高 | 35,374 | 29,740 | 32,785 | 32,635 |
| 前年比(%) | 8.3% | -15.9% | 10.2% | 2.6% |
| 第1と第2Ca Mau 発電所 | 10,363 | 10,034 | 10,457 | 10,543 |
| 第1Nhon Trach 発電所 | 4,759 | 2,344 | 4,154 | 4,636 |
| 第2Nhon Trach 発電所 | 7,610 | 6,544 | 7,048 | 7,230 |
| Hua Na 発電所 | 669 | 647 | 808 | 808 |
| Đăk Đrinh 発電所 | 466 | 462 | 526 | 579 |
| 第1Vung Ang 発電所 | 8,317 | 9,709 | 9,791 | 9,838 |
| 売上総利益 | 5,138 | 3,509 | 4,246 | 4,148 |
| 第1と第2Ca Mau 発電所 | 897 | 1,503 | 1,503 | 1,503 |
| 第1Nhon Trach 発電所 | 385 | (214) | 175 | 257 |
| 第2Nhon Trach 発電所 | 729 | 697 | 857 | 807 |

| | | | | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Hòa Na 発電所 | 276 | 248 | 409 | 409 |
| Đắk Đrinh 発電所 | 205 | 178 | 242 | 250 |
| 第1Vung Ang 発電所 | 885 | 1,097 | 1,118 | 1,104 |
| 売上総利益率 | 15% | 12% | 13% | 13% |
| 税引後利益 | 2,855 | 2,263 | 3,149 | 3,280 |
| <i>前年比 (%)</i> | <i>24.8%</i> | <i>-20.7%</i> | <i>39.1%</i> | <i>4.2%</i> |
| EPS | 964 | 799 | 1,106 | 1,184 |

評価- 長期的な投資を誘致する

BSC は EV/EBITDA 方法に基づく POW の理論価格を 2020 年 11 月 15 日の終値比 20% 増の 1 万 2,000VND/株と評価し、POW の投資評価を「買い」と推奨しております。

| 工場 | EBITDA | 業界の平均 EV/EBITDA | POW の保有率 | EV |
|-----------------------|-----------|--------------------|----------|-------------------|
| 第 1 と第 2Ca Mau 発電所 | 1,332,427 | 5.7 | 100% | 7,574,439 |
| 第 1Nhơn Trạch 発 電所 | 283,277 | 5.7 | 100% | 1,610,341 |
| 第 2Nhơn Trạch 発 電所 | 1,328,771 | 5.7 | 59% | 4,484,603 |
| Hòa Na 発電所 | 619,254 | 8.6 | 84% | 4,487,365 |
| Đắk Đrinh 発電所 | 421,305 | 8.6 | 95% | 3,456,790 |
| 第 1Vung Ang 発電 所 | 2,568,637 | 4.9 | 100% | 12,645,255 |
| 合計 | | | | 34,258,793 |
| (+)現金及び現金相当 | | | | 7,902,641 |
| (-) 短期借入と長期借入 | | | | 13,928,334 |
| 流行中株数(100 万株) | | | | 2,341 |
| 理論価格(VND/株) | | | | 12,056 |

付録

| 業績(10億ドン) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高 | 32,662 | 35,374 | 29,740 | 32,785 |
| 売上原価 | -28,186 | -30,237 | -26,231 | -28,480 |
| 売上総利益 | 4,477 | 5,138 | 3,509 | 4,305 |
| 販売費用 | -20 | -27 | -23 | -25 |
| 企業管理費用 | -773 | -1,176 | -964 | -1,063 |
| 営業利益/損失 | 2,469 | 3,116 | 2,324 | 3,325 |
| 金融活動収益 | 516 | 453 | 652 | 692 |
| 金融活動費用 | -1,779 | -1,324 | -849 | -583 |
| 借入費用 | -712 | -1,154 | -740 | -508 |
| 合併・関連会社関連収益 | 50 | 52 | 44 | 48 |
| 他の収益 | 22 | 49 | 41 | 45 |
| 税引前利益 | 2,492 | 3,165 | 2,450 | 3,464 |
| 法人税額 | -205 | -310 | -187 | -315 |
| 税引後利益 | 2,287 | 2,855 | 2,263 | 3,149 |
| 少数株主持分 | 366 | 345 | 392 | 559 |
| 少数株主利益等控除利益 | 1,921 | 2,510 | 1,871 | 2,590 |
| EBITDA | 7,734 | 8,578 | 6,533 | 7,316 |
| EPS | 738 | 964 | 799 | 1,106 |

| バランスシート(10億ドン) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 現金及び現金相当 | 3,185 | 5,083 | 7,876 | 9,053 |
| 短期投資 | 176 | 658 | 822 | 1,028 |
| 短期未収金 | 7,531 | 8,714 | 7,326 | 8,076 |
| 棚卸資産 | 4,187 | 1,428 | 1,238 | 1,345 |
| その他流動資産 | 172 | 192 | 162 | 178 |
| 他流動資産 | 15,251 | 16,075 | 17,425 | 19,680 |
| 有形資産 | 69,393 | 69,616 | 69,840 | 70,065 |
| 原価償却 | -29,215 | -32,296 | -35,377 | -38,459 |
| 建設中非流動資産 | 378 | 217 | 346 | 303 |
| 長期投資 | 937 | 983 | 918 | 945 |
| 他の非流動資産 | 1,327 | 1,098 | 1,622 | 1,622 |
| 非流動資産 | 42,860 | 39,621 | 37,352 | 34,479 |
| 総資産 | 58,111 | 55,696 | 54,777 | 54,160 |
| 買掛金 | 8,613 | 6,578 | 6,869 | 7,308 |

| キャッシュフロー会計(10億ドン) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| 税引後利益 | 2,287 | 2,855 | 2,263 | 3,149 |
| 原価償却及び割当て | 4,530 | 4,259 | 3,343 | 3,343 |
| 流動資本変更 | 1,830 | -1,554 | 2,437 | -435 |
| 他の修正 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 営業活動からキャッシュフロー | 4,996 | 5,323 | 8,229 | 6,373 |
| 固定資産購入額 | 0 | -4 | 0 | 0 |
| 他の投資金 | 124 | 81 | 81 | 81 |
| 投資活動からキャッシュフロー | 1,555 | -422 | -7 | 126 |
| 配当金 | -349 | -751 | -2,342 | -2,342 |
| 借入から金額 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 他の未収金 | -1,067 | -170 | -109 | -75 |
| 金融活動からキャッシュフロー | -5,633 | -3,003 | -5,429 | -5,323 |
| 初期キャッシュフロー | 2,266 | 3,185 | 5,083 | 7,876 |
| 中期キャッシュフロー | 919 | 1,898 | 2,793 | 1,177 |
| 最後期キャッシュフロー | 3,185 | 5,083 | 7,876 | 9,053 |

| 指数(%) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|-------------|-------|------|-------|-------|
| 支払能力 | | | | |
| 流動比率 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.1 |
| 当座比率 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 資本構成 | | | | |
| 負債比率/総資産 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 負債比率/株主資本 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 稼働能力 | | | | |
| 棚卸資産回転期間 | 50.0 | 33.9 | 18.6 | 16.6 |
| 売掛金回収期間 | 79.8 | 83.8 | 98.4 | 85.7 |
| 買掛金回収期間 | 123.1 | 81.6 | 107.2 | 102.1 |
| 現金回転率 | 6.6 | 36.1 | 9.8 | 0.2 |

企業分析

2020年11月16日 - HSX: POW



| | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期借入 | 6,554 | 9,158 | 7,699 | 8,487 |
| 他の短期借入 | 2,403 | 1,328 | 1,866 | 1,866 |
| 短期借入総額 | 17,571 | 17,064 | 16,434 | 17,661 |
| 長期借入 | 13,304 | 8,394 | 6,220 | 4,201 |
| 他の長期借入 | 422 | 729 | 729 | 729 |
| 長期借入 | 13,725 | 9,123 | 6,949 | 4,930 |
| 負債総額 | 31,296 | 26,186 | 23,382 | 22,590 |
| 出資金 | 23,419 | 23,419 | 23,419 | 23,419 |
| 株式会社化による資本 剰余金 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 未処分利益 | 859 | 2,651 | 2,759 | 3,881 |
| 他の株主資本 | 229 | 818 | 818 | 818 |
| 少数株主持分 | 2,309 | 2,623 | 3,015 | 3,574 |
| 株主資本総額 | 26,815 | 29,509 | 30,010 | 31,691 |
| 総資本 | 58,111 | 55,696 | 54,777 | 54,160 |
| 流行中株数 | 2,342 | 2,342 | 2,342 | 2,342 |

| | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 利益性 | | | | |
| 売上総利益率 | 13.7% | 14.5% | 11.8% | 13.1% |
| 税引後利益率 | 7.0% | 8.1% | 7.6% | 9.6% |
| ROE | 8.5% | 9.7% | 7.5% | 9.9% |
| ROA | 3.9% | 5.1% | 4.1% | 5.8% |

| | | | | |
|-----------|------|------|------|------|
| 評価 | | | | |
| PE | 17.4 | 10.7 | 12.4 | 12.9 |
| PB | 0.3 | 0.9 | 0.8 | 1.0 |

| | | | | |
|-------------------|--------|-------|--------|-------|
| 成長率(前年同期比) | | | | |
| 売上高 | 9.9% | 8.3% | -15.9% | 10.2% |
| 税引後利益 | -21.6% | 34.8% | -26.1% | 24.5% |
| 税引前利益 | -12.1% | 24.8% | -20.7% | 39.1% |
| EPS | -20.0% | 30.6% | -17.2% | 38.4% |

ソース: POW, 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>

