

推奨

買い

リー冷蔵電気工業株式会社(HOSE: REE)

現値:	56,200	レポート作成日:	19/03/2021	株主構成	
理論価格	68,500	流行中株数(100万)	309	Platinum Victory Pte. Ptd	29.9%
配当率	0%	時価総額(10億ドン)	17,368	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.2%
上昇率	21.9%	過去30日間平均売買高:	921,373	Apollo Asia Fund	5.9%
		外国人投資家保有率	49.0%	VIETFUND Management	5.5%

業界分析:

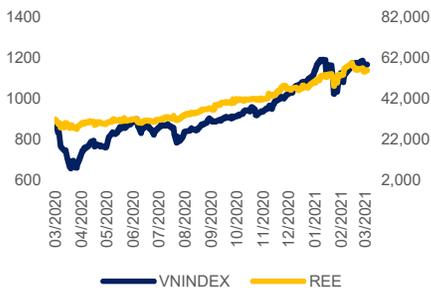
Phạm Nguyên Long
(航空業)
longpn@bsc.com.vn

テクニク分析:

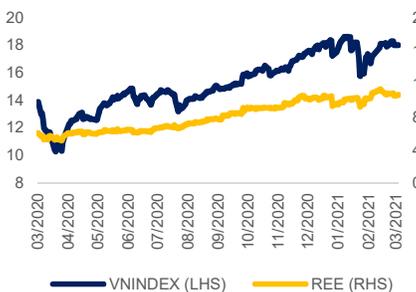
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 63,500VND/株
損切り値: 49,500VND/株

株価の推移



P/E



評価

- BSC は SOTP 方法を基づく REE 株の理論株価を 2021 年 3 月 19 日の終値比 21.9%増の 6 万 8,500VND/株と評価し、REE の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2021 年には、(1)新規電気・空調工事施工(M&E)案件が前年比 20%増となる;(2)オフィス賃貸価格が同+5%増となる;(3)水力発電事業の発電量が同+34%増の 48 億 kWh であるという仮定を基づく、REE の売上高を前年比 16.9%増の 6 兆 5,910 億ドン、税引後利益を同 19.4%増の 2 兆 450 億ドン、EPS を 6,289VND/株と予測しております。

投資観点

- M&E 事業とオフィス賃貸事業は安定的に利益をもたらしている。
- 発電事業の成長は 2021 年に大きく上昇する。

投資リスク

- 気象リスクは水力発電事業の発電量及び再生可能エネルギー発電工場の建設プロセスに影響を与えるだろう。
- Thuong Kon Tum 案件の進捗は予定より遅れており、年間発電量が減少するだろう。

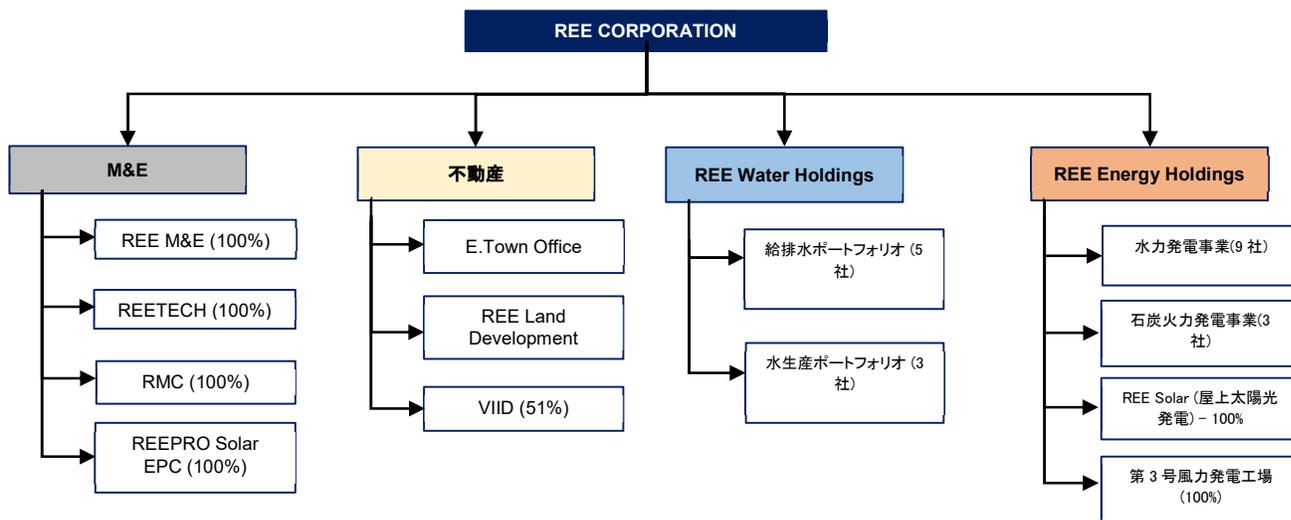
企業アップデート

- 2020 年には、REE の売上高は前年比 15.3%増の 5 兆 6,400 億ドンだった。増収は(1)電気事業の収入が前年比 49.2%増となった、(2) M&E 事業の収入は同+9.5%増となったということから由来した。
- REE の 2020 年税引後利益は前年比 0.3%減の 1 兆 7,140 億ドンだった。減益は(1)金融活動事業の収入が前年比-49%減となった、(2)財務費用が同+23%増の 4,750 億ドンだったということから由来した。
- REE は電気・水案件及び不動産案件を投資するために 2020 年配当を実施しなかった。

	2020	2021F	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	10.5	8.8	18.3	売上高	5,101	4,890	5,640	6,591
PB (x)	1.5	1.4	2.5	売上総利益	1,228	1,246	1,606	2,066
PS (x)	3.0	2.6	2.0	税引後利益	1,885	1,720	1,714	2,045
ROE (%)	15%	17%	13.7%	EPS	5,754	5,286	5,251	6,289
ROA (%)	9%	10%	2.2%	EPS 成長率	30%	-8%	-1%	20%

2020年の企業アップデート マネージメントモデルの再構成

2020年には、REE は以下の通りにマネージメントモデルの再構成を実施した。



ソース: REE, BSC Research

BSC は新マネージメントモデルが REE のコア事業をサポートすると期待しております。

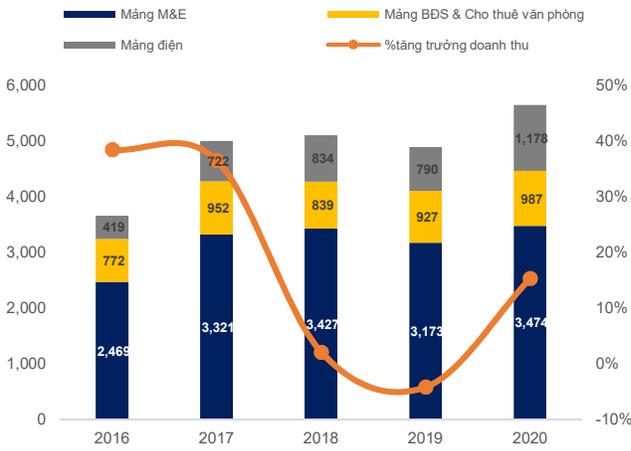
2020年業績のアップデート

2020年には、REE の売上高は前年比 15.3%増の 5 兆 6,400 億ドンだった。増収は(1)電気事業の収入が前年比 49.2%増となった、(2) M&E 事業の収入は同+9.5%増となったということから由来した

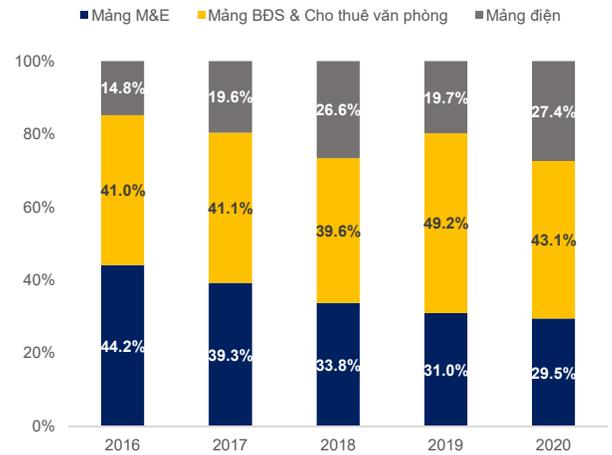
売上総利益の構成では、不動産事業とオフィス賃貸事業の売上総利益率は 2020 年に 70% で前年の 66%から増加した。

REE の収入構成(10 億ドン)

REE の売上総利益構成



ソース: REE, BSC Research



ソース: REE, BSC Research

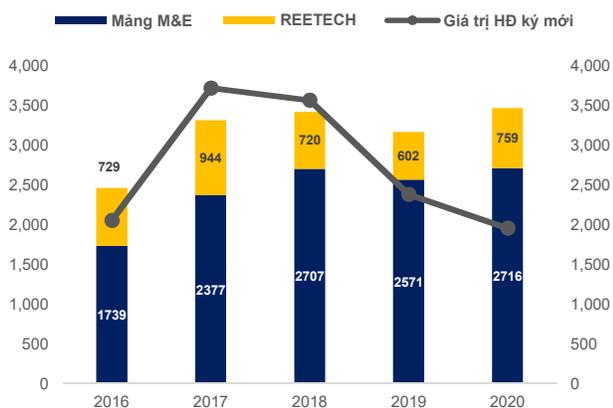
売上高の成長は前年同期と相当したが、税引後利益は同 0.3%減の 1 兆 7,140 億ドンだった。

- 資産運用による収益は前年比 49.8%減の 2,210 億ドンだった。この減少は預金金利による収益が同 33%減となったこと及び、投資ポートフォリオの売却による利益が同 89%減となったということから由来した。
- 財務費用は為替差損 530 億 VND を計上したために、前年比 23%増の 4,750 億ドンだった。

M&E 事業 - 機会を掴む

- M&E 事業の収入は前年比 10%増となった。M&E 事業の収入は前年比 9.5%増の 3 兆 4,750 億ドンで、そのうち、M&E 事業と REE TECH 事業の収入がそれぞれ、前年比 5.6%増の 2 兆 7,160 億ドン、同 26%増の 7,590 億ドンだった。
- REE はホーチミン市に The Metropole Thu Thiem 案件、第 1 号都市鉄道案件などの電気・空調工事施工(M&E)案件を引き続き署名している。2020 年の新規契約総額は 2 兆 9,810 億ドンだった。
- REE TECH 事業の収入は 2020 年に屋上太陽光発電用 EPC 案件からの 3,660 億ドンを計上した。BSC の調査によると、REE は 2020 年に 35 案件を実施した。

M&E 事業の収入(10 億ドン)



ソース: REE, BSC Research

REE の実施中 M&E 案件

案件	パッケージ案件	展開	完成
配送センター本部—TKV		2020年5月	2021年7月
The Metropole Thủ Thiêm – The Galleria Residences		2020年4月	2021年3月
ホーチミン市第1号都市鉄道案件	電気機械システムの設置と供給	2020年4月	2021年11月
Asiana Capella コンプレックス		2019年10月	2021年3月
ロイヤルマリーナ中心		2019年10月	2021年9月

ソース: REE, BSC Research

2021年～2025年の期間におけるM&E事業の年平均成長率(CAGR)は15.7%であると予測しております。

不動産市場は回復したことで、新規契約総額は前年比20%増となった。M&E事業は契約額の20～50%を占めているので、不動産市場に大きく依存している。直近の期間には、発行された不動産市場サポート政策は不動産市場が2021年に大幅に回復すると示した。そのために、BSCは2021年の新規契約総額が前年比20%増の3兆5,770億ドンであると予測しております。

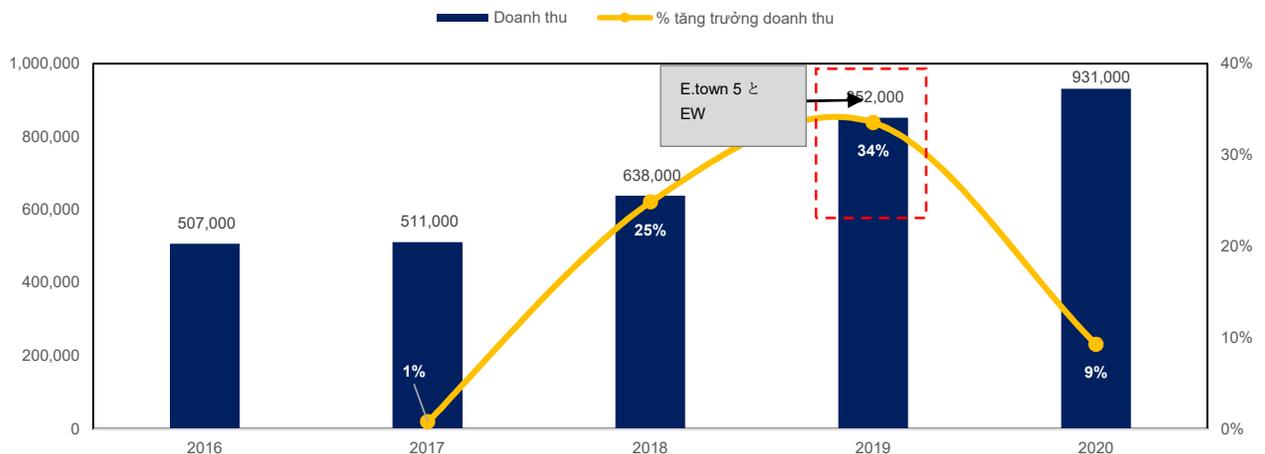
- REEは屋上太陽光発電用EPC案件の利益率が伝統的なM&E事業の利益率より高いため、屋上太陽光発電用EPC案件の割合を増加している。BSCの推定によると、屋上太陽光発電用EPC案件の税引後利益率は約15～20%であり、伝統的なM&E事業の税引後利益率の6～7%より高かった。REEはEPC案件の35件を実施し、太陽光発電案件を自社で投資しているのはREEがEPC案件の利益率を増加する可能性があることを示した。

2021年には、BSCは(1)2021年の新規契約額が前年比20%増加する、(2)未処理分を実施する進捗が前年比5%増となるという仮定を基づく、M&E事業の収入を前年比14.5%増の3兆9,800億ドン、税引後利益を同33%増の2,990億ドンと予測しております。

オフィス賃貸事業 – 高い利益と安定的なキャッシュフロー

オフィス賃貸事業の2020年税引後利益は入居率が98%以上なので、前年比11%増となった。それによると、2020年には収入と税引後利益はそれぞれ、前年比9.3%増の9,310億ドン、同11.1%増の1,120億ドンだった。

オフィス賃貸事業の収入(10億ドン)



ソース: REE, BSC Research

BSCは2021年～2025年の期間におけるREEのオフィス賃貸事業の年平均成長率(CAGR)は9.1%/年であると評価しております。

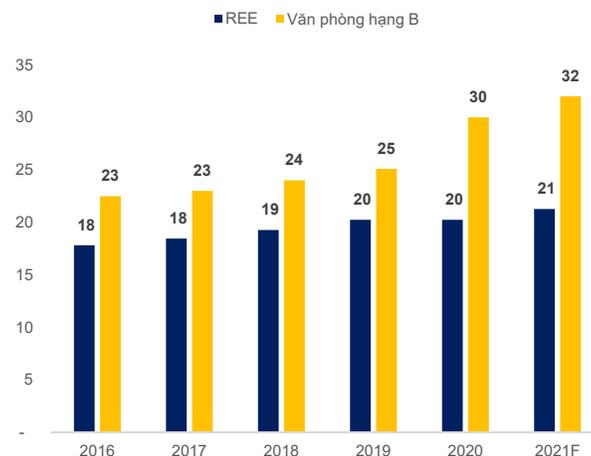
- 入居率は98～100%で維持している。現在、REEがホーチミン市に賃貸しているオフィス面積は15万m²であり、平均賃貸価格は20～25ドル/月であり、一般的な賃貸価格比25

～30%より低かった。上記の要素を基づく、BSC は REE の入居率が次の数年間に 98～100%で維持する可能性がある」と評価しております。

REE が賃貸しているビル

ビル名	オフィスのレベル	面積 (m ²)	2021 年の賃貸価格(推定) (USD/m ² /月間)
Cụm E.town Cộng Hòa	B	100,010	20-22
E.town Central	B	34,000	27
Tòa nhà IDC	B	2,000	20
Maison Building	B	1,353	21
Reecorp Building	B	3,370	20
REE Tower	B	18,482	23
Ree Bà Hòm	B	1,574	21

REE のオフィス賃貸価格は一般的な水準より低い(単位: USD/m²/月)



ソース: Colliers International, BSC Research

ソース: REE, BSC Research

- オフィス賃貸価格は長期的に引き続き上昇するだろう。Colliers International のレポートによると、ホーチミン市でのレベル B オフィス賃貸価格は今後 5～10%に引き上げるだろう。そのために、BSC は REE のオフィス賃貸価格が年間 5～6%に引き上げると仮定しております。
- また、REE の賃貸面積は E.town 6 案件の面積が 4 万 m² なので、2023 年に 25%を追加増加すると見込まれた。同案件は、着工期間が 2021 年であり、完成期間が 2023 年である見込みだ。BSC は E.town 6 のオフィス賃貸価格が 22 ドル/m²/月であると仮定すると、REE が E.town 6 からの利益の 1,200 億ドンを計上すると期待しております。

2021 年には、BSC は(1)オフィスの入居率が 98～100%である、(2)賃貸価格が 2020 年比 +5%増加するという仮定を基づく REE の収入を前年比 7.4%増の 9,990 億ドン、税引後利益を同 7.4%増の 5,130 億ドンと予想しております。

2020 年～2025 年の期間におけるオフィス賃貸事業の業績

(単位:10 億ドン)	2020	2021E	2022F	2023F	2024F	2025F
収入	931	999	1,059	1,247	1,431	1,545
%前年比	9.3%	7.3%	6.0%	17.8%	14.8%	8.0%
税引後利益	478	520	551	686	816	881
%前年比	21.0%	8.8%	6.0%	24.5%	19.0%	8.1%

(ソース: BSC Research)

発電事業 -水力発電と再生可能エネルギーから期待

REE は大きな発電能力がある発電事業投資ポートフォリオを保有している。再構成の後、REE エネルギーは子会社 5 社と連結会社 10 社(水力発電会社 7 社と石炭火力発電会社 3 社を含む)を保有している。REE が発電事業投資ポートフォリオを保有している発電能力は 2,600 MW である。

REE の発電事業投資ポートフォリオ

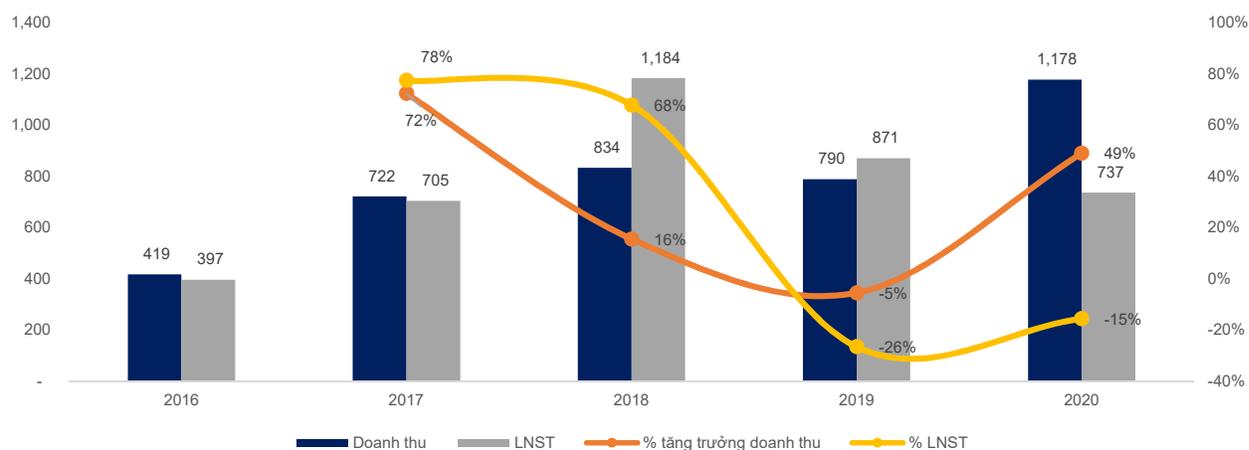
社名	銘柄	保有率	工場	事業	稼働年
子会社					
タックバー水力発電株式会社	TBC	60.4%	Thác Bà 水力発電	水力発電	1971
Viet Tri 都市サービス環境株式会社	MHP	49.1%	Mường Hum 水力発電	水力発電	2011
Thuan Binh 火力発電株式会社	TBW	50%	Phú Lạc 風力発電	火力発電	2016
チャビン農村電力開発株式会社	DTV	66.3%		電気販売	
REE 太陽光発電株式会社	REE SE	99.9%	屋上太陽光発電	陽光発電	2020
連結会社					
中部水力発電株式会社	CHP	22.7%	A Lưới 水力発電	水力発電	2012
			Cư Jut 太陽光発電	陽光発電	2019
			Đa Siat 水力発電		2009
南部水力発電株式会	SHP	11.1%	水力発電 Đa Dâng 2 水力発電	水力発電	2010
			Da Mbri 水力発電		2010
タックモ水力発電株式会社	TMP	42.6%	タックモ水力発電	水力発電	1995
			ヴィンソンーソンヒン水力発電		1994
ヴィンソンーソンヒン水力発電株式会社	VSH	49.5%		水力発電	2001
			ヴィンソンーソンヒン水力発電		2021
イディコ・スロク・フーミエン水力発電所株式会社	ISH	34.3%	スロク・フーミエン水力発電	水力発電	2006
Song Ba Ha 水力発電株式会社	SBH	25.8%	Song Ba Ha 水力発電	水力発電	2009
Bình Điền 水力発電株式会社	BDH	25.5%	Bình Điền 水力発電	水力発電	2009
ファーライ火力発電株式会社	PPC	24.1%	第 1 ファーライ火力発電	石炭火力	1983
			第 2 ファーライ火力発電	発電	2001
ニンビン火力発電株式会社	NBP	29.5%	ニンビン火力発電	石炭火力 発電	1974

社名	銘柄	保有率	工場	事業	稼働年
合計				水力発電	
				石炭火力発電	
				太陽光発電	

(ソース: REE, BSC Research)

2020年には、発電事業の収入は前年比49.2%増の1兆1,780億ドンで、年間計画の103.6%を達成した。

発電事業の収入と税引後利益(10億ドン)



ソース: REE, BSC Research

水力発電 - ラニーニャ現状のおかげで前向きな見通し

水力発電工場の収入と税引後利益はそれぞれ、前年比8.7%増の6,970億ドン、同8.8%増の5,700億ドンだった。REEの2020年水力発電能力は前年比1%増の36億kWhだった。

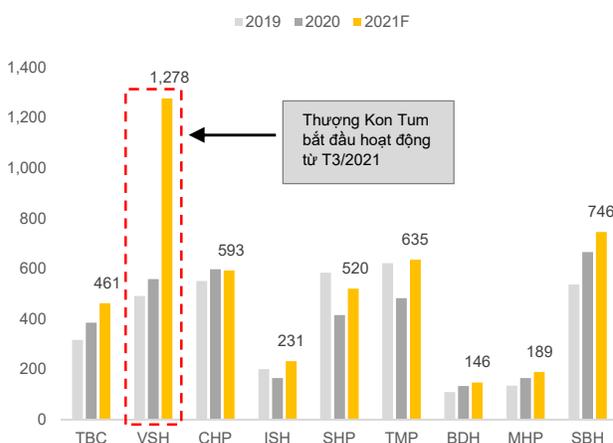
REE の水力発電能力(100 万 kWh)



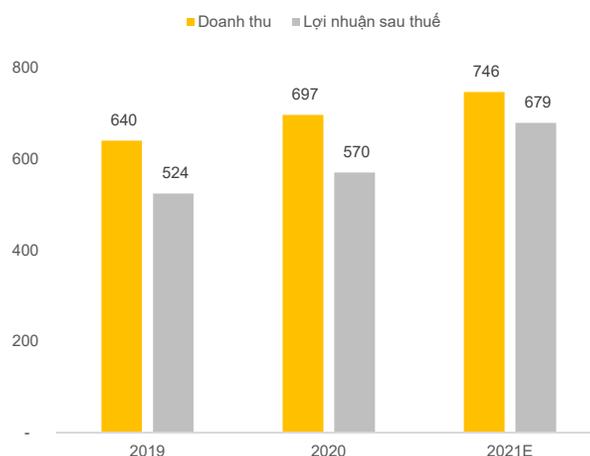
ソース: REE, BSC Research

2020 年下半期の水力発電量は回復した。そのうち、2020 年第 4 四半期の水力発電量は前年比 32% 増の 15 億 kWh だった。

REE の水力発電工場の発電量 (100 万 kWh)



水力発電工場の収入と税引後利益(10 億ドン)



ソース: REE, BSC Research

2021 年には、BSC は以下の仮定を基づく、REE の収入を前年比 18.7% 増の 7,460 億ドン、税引後利益を同 19% 増の 6,790 億ドンと予想しております。また、2021 年の水力発電量は同 38% 増の 49 億 kWh であると予測されております。

- 水力発電工場は、貯水湖が 2021 年に十分になるために、2021 年に発電することができます。それによると、水力発電工場の 2021 年発電量は前年比 20.3% 増の 43 億 kWh であると推定されています。
- Thương Kon Tum 工場(発電能力 220MW)は 2021 年 3 月から稼働する予定。商業用発電量は 2021 年に 64 万 kWh で、2021 年の発電総能力に 18% を寄与するだろう。

REE の水力発電会社の業績の予測(単位:10 億 VND)

社名	銘柄	売上高	売上総利益	2021 年		
				売上総利益率	税引後利益	税引後利益率
タックモ水力発電株式会社	TMP	485	263	54%	201	41%
Song Ba Ha 水力発電株式会社	SBH	766	410	54%	429	56%
ヴァンソンーソンシン水力発電株式会社	VSH	1,054	620	59%	97	9% (*)
イディコ・スロク・フーミエン水力発電所株式会社	ISH	244	119	49%	74	30%
中部水力発電株式会社	CHP	868	507	58%	345	40%
南部水力発電株式会社	SHP	449	157	35%	101	22%
タックバー水力発電株式会社	TBC	640	378	59%	243	38%

(*) VSH の税引後利益率の減少は VSH が Thuong Kon Tum 工場案件の借入費用(4,470 億ドン)を 2021 年から計上し始めたことから由来した。

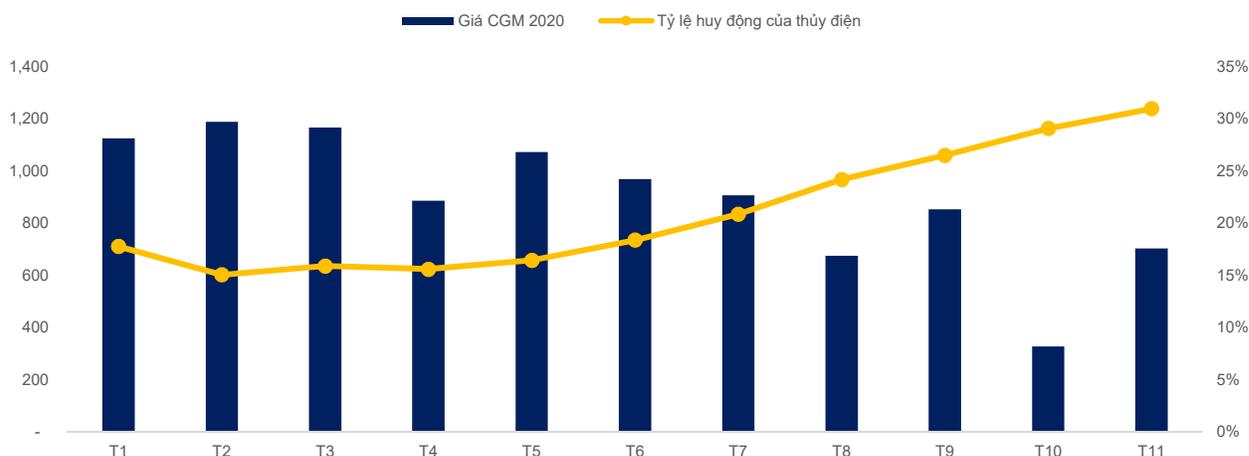
(ソース: BSC Research)

石炭火力発電 – 弱気見通し

2020 年には、REE の石炭火力発電事業の税引後利益は前年比 21%減の 2,440 億ドンだった。原因は以下の通りである。

- ファーライ火力発電株式会社 (PPC) とニンビン火力発電株式会社 (NBP) の発電量は前年比 5.4%減の 57 億 kWh だった。
- 競争発電市場での電気販売は 1,000VND/kWh 未満で維持しているために、競争発電市場での電気販売による収入は大幅に減少した。ラニーニャの現状は続けるために、BSC は競争発電市場での電気販売は 2021 年に 1,000VND/kWh 未満であると評価しております。

2020 年に競争発電市場での電気販売(VND/kWh)

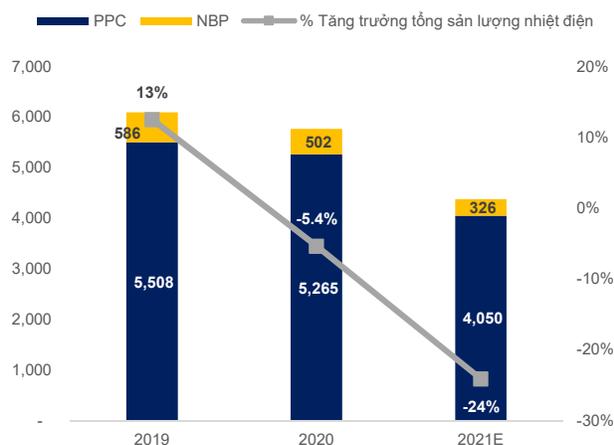


ソース: EVN, BSC Research

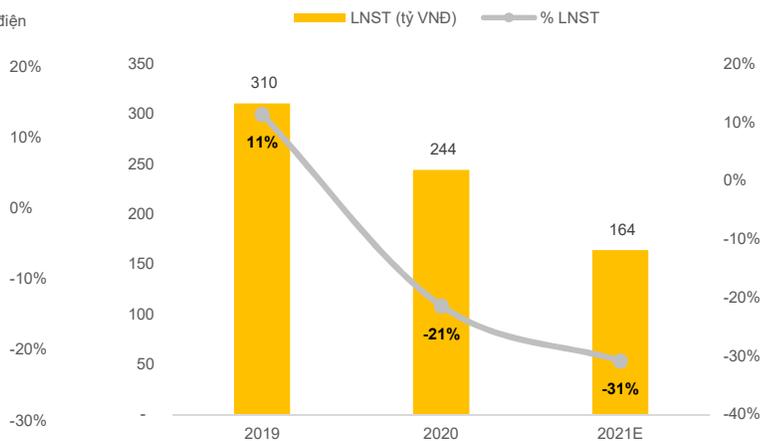
EVN の傾向によると、EVN は 2021 年に水力発電と再生可能エネルギーからの電気調達に集中することで、石炭火力発電からの電気調達に集中しないだろう。そのうち、PPC と NBP など

の REE の石炭火力発電工場からの発電量は前年比 24%減の 43 億 kWh であると推定された。BSC は REE の石炭火力発電事業による 2021 年税引後利益が前年比 31%減の 1,640 億ドンであると推定しております。この減少は PPC の減少から由来する。

火力発電工場の発電量(100 万 kWh)



火力発電工場の税引後利益(10 億ドン)



ソース: REE, BSC Research

REE の火力発電会社の業績予測

社名	銘柄	売上高			税引後利益		
		2020	2021E	%	2020	2021E	%
ファーライ火力発電株式会社	PPC	7,929	5,420	-32%	1,008	676	-33%
ニンビン火力発電株式会社	NBP	1,038	787	-24%	34	22	-35%

ソース: REE, BSC Research

再生可能エネルギー – 案件を積極的に展開している

- 第3号 Tra Vinh 風力発電案件(発電能力の 48MW)では、投資総額が約 2 兆 1,200 億ドンであり、建設中である。BSC は第3号 Tra Vinh 風力発電案件の発電量が 2021 年に 4,200 万 kWh/年であると仮定すると、同案件の収入と税引後利益がそれぞれ 1,000 億ドン、150 億ドンであるだろう。
- REE は屋上太陽光発電案件を引き続き展開して、2021 年末の時点で発電能力の 150MWp と 2024 年で 500MWp を目標にする。REE が 2021 年に発電能力の 150MWp を達成するという仮定を基づく、BSC は REE の屋上太陽光発電案件の 2021 年収入と税引後利益がそれぞれ、1,750 億ドンと 260 億ドンを達すと予測しております。

水道事業 – 安定的に成長している

REE は 大手な水道事業投資ポートフォリオがあり、ハノイとホーチミン市での多くの水道工場を保有している。

- Thu Duc 水道 BOO 工場、第 3 号 Thu Duc 水道工場及び第 2 号 Tan Hiep 水道工場の設計上の最大生産能力は 90 万 m³/日である。

- Song Da 水道工場の年間生産能力は 30 万 m³ であり、ハノイの浄水供給の 20%を占めている。また、Song Da 水道株式会社 (VCW) の第 2 期は政府の承認を待っている。

REE の浄水事業投資ポートフォリオ

社名	銘柄	REE の保有率	事業	生産能力
Song Da 水道株式会社	VCW	36.0%	浄水生産	300,000 m3/日
Sai Gon 浄水経営投資株式会社	SWIC	30.0%	浄水生産	300,000 m3/日
Thu Duc 水道 B.O.O 株式会社	B.O.O Thủ Đức	42.0%	浄水生産	300,000 m3/日
Tan Hiep 浄水投資株式会社	TH2	32.0%	浄水生産	300,000 m3/日
Thu Duc 給水株式会社	TDW	44.2%	給水	
Gia Dinh 給水株式会社	GDW	20.0%	給水	
Nha Be 給水株式会社	NBW	20.0%	給水	
Khanh Hoa 給排水株式会社	KHW	43.9%	浄水生産&給水	

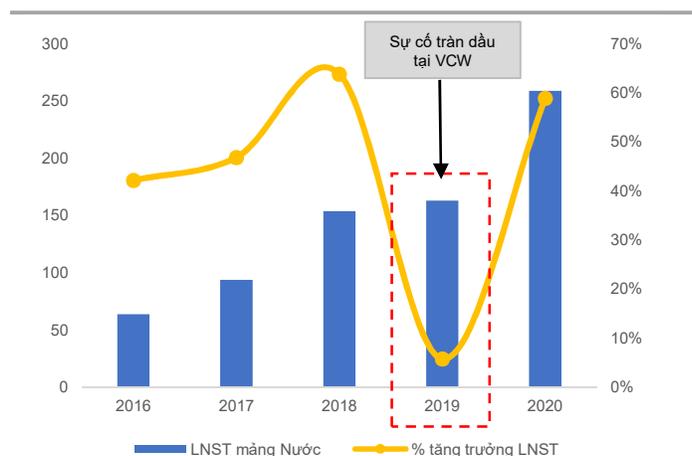
ソース: REE, BSC Research

水道事業の 2020 年税引後利益は前年比 58.9%増の 2,590 億ドンで、年間計画の 37%を上回った。増益の原因は以下の通り。

- VCW からの利益は前年比 42%増の 710 億ドンを達した。
- 浄水販売価格は前年同期比 5~8%増となった。

水道事業は REE の利益構成に収入を安定的に寄与している。2021 年には、BSC は REE の 2021 年給排水事業が前年比 18.7%増の 3,040 億ドンで、REE の税引後利益に 15.8%を寄与すると予想しております。

水道事業の税引後利益の成長率は年間上昇している(10 億ドン)



ソース: REE, BSC Research

ハノイ、ホーチミン市と Khanh Hoa での浄水販売価格

水道工場	2020	2021	2022
TDW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
TH2	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
B.O.O Thủ Đức	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
GDW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
NBW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
SWIC	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
KHW	2,580 - 5,160	2,790 - 5,580	N/A
VCW	5,973 - 15,990	5,973 - 15,990	N/A

ソース: 水道会社のサイト, BSC Research

2021年業績予測

BSCは2021年には、以下の通りに仮定を基づく、REEの売上高を前年比16.9%増の6兆5,910億ドン、税引後利益を同19.4%増の2兆450億ドン、EPSを6,289VND/株と予測しております。

- 新規電気・空調工事施工(M&E)案件が前年比20%増となる。
- オフィス賃貸価格が同+5%増となる。
- 水力発電事業の発電量が同+34%増の48億kWhである。
- 第3号Tra Vinh風力発電工場は2021年第3四半期から稼働することで、2021年風力発電の発電量は4,200万kWhを追加増加する。

REEの2021年業績予測

	2018	2019	2020E	2021F
収入	5,101	4,890	5,640	6,591
M&E	3,427	3,173	3,474	3,980
BDS	839	927	987	1,015
電気生産	834	790	1,178	1,595
売上総利益	1,228	1,246	1,606	2,066
売上総利益率	24%	25%	28%	31%
販売費用と管理費用	(313)	(300)	(366)	(411)
資産運用による収入	304	442	222	233
財務費用	(111)	(386)	(475)	(460)
他の益損	12	11	22	26
連結会社からの収益	999	907	915	842
税引前利益	2,118	1,920	1,924	2,296
税引後利益	1,885	1,720	1,714	2,045
EPS	5,754	5,286	5,251	6,289

ソース: REE, BSC Research

評価

BSCはSOTP方法を基づくREE株の理論株価を2021年3月19日の終値比21.9%増の6万8,500VND/株と評価し、REEの投資評価を「買い」と推奨しております。

銘柄	社名	時価総額 (100万USD)	ROE TTM (%)	ROA TTM (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBIT DA (x)
水力発電							

AVC VN Equity	アブオン水力発電株式会社	84	14.0%	12.4%	10.7	1.5	15.1
SBA VN Equity	SÔNG BA 株式会社	42	12.9%	7.9%	9.5	1.2	7.2
S4A VN Equity	4A セサン水力発電株式会社	50	16.4%	8.2%	13.5	2.2	10.2
DRL VN Equity	第3電力・水力発電株式会社	23	48.2%	41.6%	9.2	4.0	7.6
DNH VN Equity	ダニム・ハムトゥアン・ダム水力発電株式会社	459	16.9%	11.3%	16.1	1.9	12.9
平均			21.7%	16.3%	11.8	2.2	10.6
中位			16.4%	11.3%	10.7	1.9	10.2
石炭火力発電							
NTPC IN Equity	NTPC LTD	14,619	10.1%	3.2%	9.4	0.9	9.7
TPIPP TB Equity	TPI POLENE POWER PCL	1,213	16.1%	11.0%	8.2	1.3	8.2
HUBC PA Equity	HUB POWER COMPANY	692	39.2%	11.1%	3.5	1.3	6.0
SJVN IN Equity	SJVN LTD	1,418	14.4%	10.8%	6.9	0.9	5.1
POWR IJ Equity	CIKARANG LISTRINDO TBK PT	780	17.5%	8.6%	9.2	1.2	5.2
平均			19.4	9.0	7.4	1.1	6.8
中位			16.1	10.8	8.2	1.2	5.9
水道事業							
BWE VN Equity	ビンズオン環境・水株式会社	268	19.1%	7.4%	9.5	1.8	7.7
TDM VN Equity	トゥーザウモット給水株式会社	130	10.7%	7.3%	16.8	1.8	11.0
TTW TB Equity	TTW PCL	1,554	12.8%	22.1%	10.8	3.5	11.8
MWC PM Equity	MANILA WATER COMPANY	625	5.5%	2.9%	6.9	0.5	8.1
1542 HK Equity	TAIZHOU WATER GROUP CO-H	95	13.4%	3.3%	5.8	0.8	9.9

平均	12.3%	8.6%	10.0	1.7	9.7
中位	12.8%	7.3%	9.5	1.8	9.9

ソース: Bloomberg, Fiipro, BSC Research

評価

	税引後利益(100万 VND)	方法	目標	価値
M&E 事業	299,343	P/E	9.0x	2,694,084
水力発電事業	699,838	P/E	12.0x	8,398,061
石炭火力発電事業	164,147	P/E	7.0x	1,149,026
水道事業	304,347	P/E	10.0x	3,043,466
オフィス賃貸事業	541,203	P/E	11.0x	5,953,238
合計				21,237,875
発行中株数(100万株)				310
株価(VND/株)				68,509

ソース: BSC Research

付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	5,101	4,890	5,640	6,591
売上原価	(3,873)	(3,644)	(4,034)	(4,525)
売上総利益	1,228	1,246	1,606	2,066
販売費用	(99)	(78)	(83)	(93)
企業管理費用	(215)	(222)	(284)	(318)
営業利益/損失	2,106	1,910	1,901	2,270
金融活動収益	304	442	222	233
金融活動費用	(111)	(386)	(475)	(460)
借入費用	(225)	(409)	(416)	(430)
合併・関連会社関連収益	999	907	915	842
他の収益	12	11	22	26
税引前利益	2,118	1,920	1,924	2,296
法人税額	(233)	(200)	(210)	(251)
税引後利益	1,885	1,720	1,714	2,045
少数株主持分	101	81	85	102
少数株主利益等控除利益	1,784	1,639	1,628	1,943
EBITDA	2,504	2,512	2,662	3,048
EPS	5,754	5,286	5,251	6,289

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	1,865	1,540	652	163
短期投資	1,139	1,221	1,329	1,329
短期未収金	1,966	2,138	3,082	3,145
棚卸資産	969	987	808	849
その他流動資産	49	113	139	132
他流動資産	5,988	5,999	6,009	5,617
有形資産	1,676	3,589	4,433	4,753
原価償却	(1,261)	(1,762)	(1,914)	(2,088)
建設中非流動資産	153	68	276	166
長期投資	6,992	9,214	9,287	9,767
他の非流動資産	285	588	550	511
非流動資産	9,512	13,624	14,522	14,893
総資産	15,500	19,623	20,530	20,510
買掛金	1,797	2,217	2,068	1,992
短期借入	1,111	888	1,265	1,138
他の短期借入	148	164	111	112
短期借入総額	3,057	3,269	3,443	3,242
長期借入	2,070	4,739	4,335	3,901
他の長期借入	445	513	540	576
長期借入	2,515	5,252	4,874	4,874
負債総額	5,571	8,521	8,318	8,117
出資金	3,101	3,101	3,101	3,101
株式会社化による資本剰余金	1,050	1,050	1,050	1,050
未処分利益	4,928	6,006	7,115	9,042
他の株主資本	-	-	-	-
少数株主持分	610	705	760	818
株主資本総額	9,928	11,102	12,213	12,394
総資本	15,500	19,623	20,530	20,510
流行中株数	309	309	309	309

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	1,885	1,720	1,714	2,045
原価償却及び割当て	161	183	322	322
流動資本変更	1,026	1,133	1,626	(147)
他の修正	(1,253)	(970)	(619)	(1,498)
営業活動からキャッシュフロー	90	319	613	722
固定資産購入額	(340)	(295)	(1,394)	(327)
その他の投資額	120	(1,335)	567	(323)
投資活動からキャッシュフロー	(220)	(1,630)	(827)	(650)
配当金	(602)	(620)	(604)	-
借入から金額	199	1,605	(70)	(560)
金融活動からキャッシュフロー	(403)	985	(674)	(560)
初期キャッシュフロー	2,397	1,865	1,540	652
中期キャッシュフロー	(533)	(325)	(888)	(488)
最後期キャッシュフロー	1,865	1,540	652	164

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	2.0	1.8	1.7	1.7
当座比率	1.6	1.5	1.5	1.5
資本構成				
負債比率/総資産	21%	29%	27%	25%
負債比率/株主資本	32%	51%	46%	41%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	119	98	81	67
売掛金回収期間	111	153	169	172
買掛金回収期間	186	201	194	164
現金回転率	43	50	56	75
利益性				
売上総利益率	24%	25%	28%	31%
税引後利益率	37%	35%	30%	31%
ROE	20%	16%	15%	17%
ROA	13%	10%	9%	10%
評価				
PE	9.6	10.4	10.5	8.8
PB	1.8	1.6	1.5	1.4
成長率(前年同期比)				
売上高	2%	-4%	15%	17%
税引後利益	28%	-1%	0%	16%
税引前利益	23%	-9%	0%	19%
成長率(前年同期比)	30%	-8%	-1%	20%

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>

