

業界: 建設・不動産業界

推奨 観察 タスコ株式会社(HNX: HUT)

現値:	6,500	レポート作成日:	20/05/2021	株主構成	
前理論価格:	-	流行中株数(100万)	269	Phạm Quang Dũng	9.68%
新理論価格:	7,600	時価総額(10億ドン)	1,746	Windstar Resources Ltd	4.88%
配当率:	-	過去6ヶ月平均売買高:	7,476,253	Lê Quân Cầu	2.43%
上昇率:	17.1%	外国人投資家保有率	3.49%	PYN Elite Fund	2.39%

業界分析:

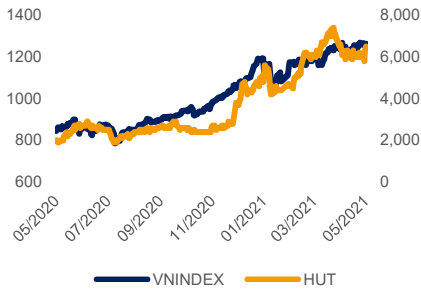
Dương Quang Minh  
[minhdq@bsc.com.vn](mailto:minhdq@bsc.com.vn)

テクニク分析:

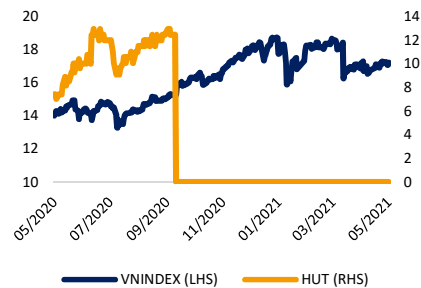
Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

推奨価格: 9,000 VND  
損切り価格: 5,100 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は PE 方法に基づく、HUT 株の理論株価を 2021 年 5 月 20 日の終値比 17.1% 増の 7,600VND/株と評価し、HUT の投資評価を「観察」と推奨しております。

投資観点

- HUT は北部で建設・運営・譲渡(BOT)方式及び交通インフラ分野における大手企業の一社である。
- HUT はハノイで大規模な土地面積を所有している。インフラを土地に交換する政策のおかげで、土地面積の売上原価が安い。

CATALYST

- Foresa My Dinh 案件が展開され、HUT の利益に寄付する。
- VETC 案件が大きく成長し(年間平均成長率(CAGR)が20%)、ワンストップ料金收受システム(MTC 型料金收受)を変えると期待。

テクニク観点

投資家は HUT 株を買い、株価の 9 で利益確定売り、株価の 5.1 で損切りを検討することができます。

リスク

- 新規案件の展開進捗が遅くなる。
- 北部で建設・運営・譲渡(BOT)方式を適用する料金所からの収入が新型コロナウイルス感染症の流行により減少する。

企業アップデート

- 2021 年第 1 四半期には、売上高が前年同期比+42%増の 2,369 億ドン、税引後利益が 245 億ドンの赤字となった。この減少は財務費用が同 43%増の 840 億ドンとなったが、HUT がタスコエネルギー株式会社の株式譲渡からの収入を計上しないことから由来した。

- HUT は 2021 年の売上高を前年比+18.2%増の 9,000 億ドン、税引後利益を 1,000 億ドンの赤字と設定しております。

	2019	2020	Peer	VN-Index
PE (x)	12.03	-4.80	13.7	14.7
PB (x)	0.20	0.38	1.7	2.0
PS (x)	0.58	1.50	3.6	1.5
ROE (%)	1.7%	-7.6%	17.8%	14%
ROA (%)	0.5%	-2.2%	5.5%	2%
EV/ EBITDA (x)	11.08	31.83	3.6	11.5

	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1,107	751	865	1,376
売上総利益	342	85	237	436
税引後利益	45	(243)	(29)	137
EPS	212	(932)	(98)	468
純借入/株主資本	174%	186%	162%	132%

## HUT の経営活動

タスコ株式会社 (HNX:HUT) は Doi Cau Nam Ha という前身会社を称する国有企業で、1971 年に設立された。初期の経営分野は建設及び交通である。数回の増資及び改名の後、タスコ株式会社が多業種企業になり、インフラ分野の以外、不動産、医療、エネルギー事業を経営している。



## HUT の主要な事業

ソース: HUT, BSC Research

## HUT の子会社、関連会社

順番	社名	事業	保有率 (%)
1	Thai An 不動産株式会社	不動産	30%
2	Thang Long タスコ株式会社	不動産	30%
3	Quang Binh タスコ有限会社	交通インフラ案件投資	100%
4	Nam Dinh タスコ有限会社	交通インフラ案件投資	100%
5	Hai Phong タスコ有限会社	交通インフラ案件投資	100%
6	Nam Thai タスコ株式会社	交通インフラ案件投資	51%
7	第 6 番タスコ有限会社	交通インフラ案件投資	100%
8	BOT Hung Thang Phu Tho 有限会社	交通インフラ案件投資	30%
9	Thang Long 株式会社	建設サービス提供	38.6%
10	Thanh Cong タスコ株式会社	運送サービス提供、建材開発	51%
11	D-Tech 株式会社	建材開発	20%
12	VETC 株式会社	建設サービス提供	97.8%
13	VETC 自動料金収受有限会社	ノンストップ自動料金収受システム	98.1%
14	タスコサービス有限会社	サービス	100%

15	T' Hospital 有限会社	医療、病院サービス提供	100%
16	ハノイ眼科病院株式会社 – 第 2 番支店	医療サービス提供	67%
17	An Nhiên Food 有限会社	農産提供	100%

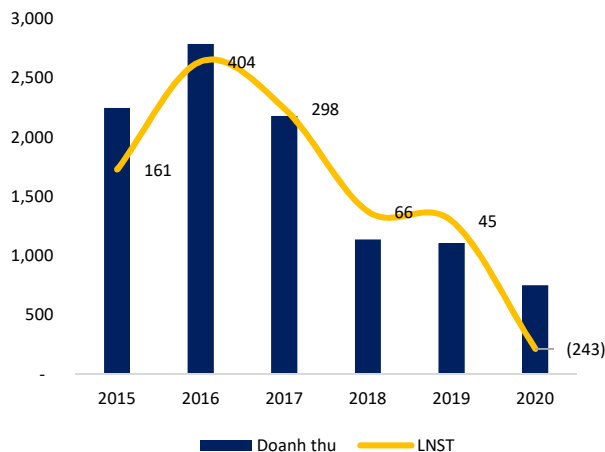
ソース: HUT, BSC Research

HUT は経営周期における最も困難な期間を過ごしている。

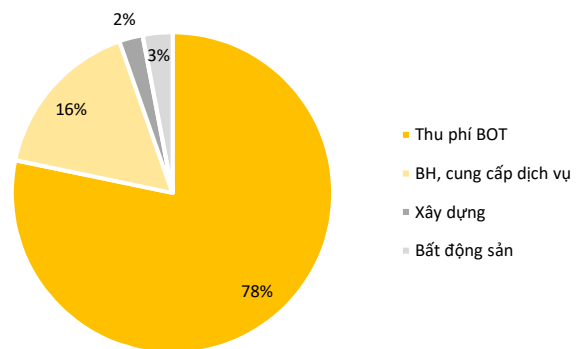
2016 年～2020 年期間における HUT の収入及び利益が急減した。

2016 年から、HUT の業績が大きく落ち込んだと見られる。収入が 2 兆 8,000 億ドンで、前年同期の 7,500 億ドンから急減した。利益が年を経て減少し、特に 2020 年に 2,430 億ドンの赤字となった。HUT の収入構成には、建設・運営・譲渡 (BOT) 方式の料金収受は収入の 80% を占めたが、建設及び不動産業界が収入の 5% のみを占めた。

2015 年～2020 年期間における HUT の業績



HUT の収入構成

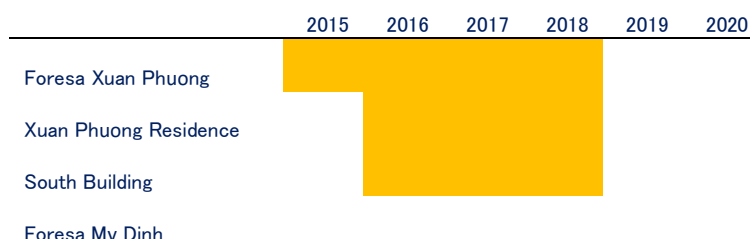


ソース: HUT, BSC Research

直近の数年の業績が減少した原因:

(1) **新規案件からの収入をまだ計上しない。**  
Foresa Xuan Phuong、Xuan Phuong Residence などの大案件は 2016 年及び 2017 年に収入を計上した。また、My Dinh 都市区案件、48 Tran Duy Hung アパート案件、外務省の公務員向けの自宅案件という新規案件の進捗が遅くなっていることで、2018 年から販売される新規案件がない。

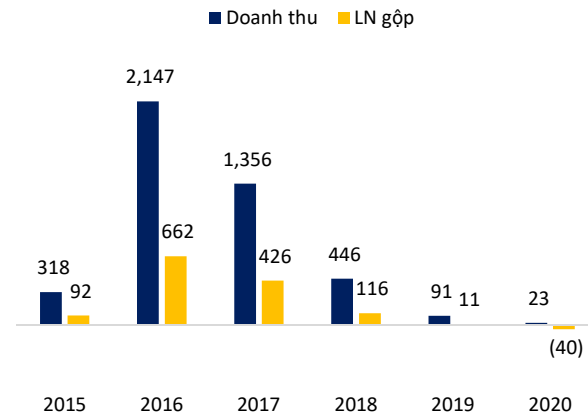
HUT が案件からの収入を計上した時間



48 Tran Duy Hung

外務省アパート

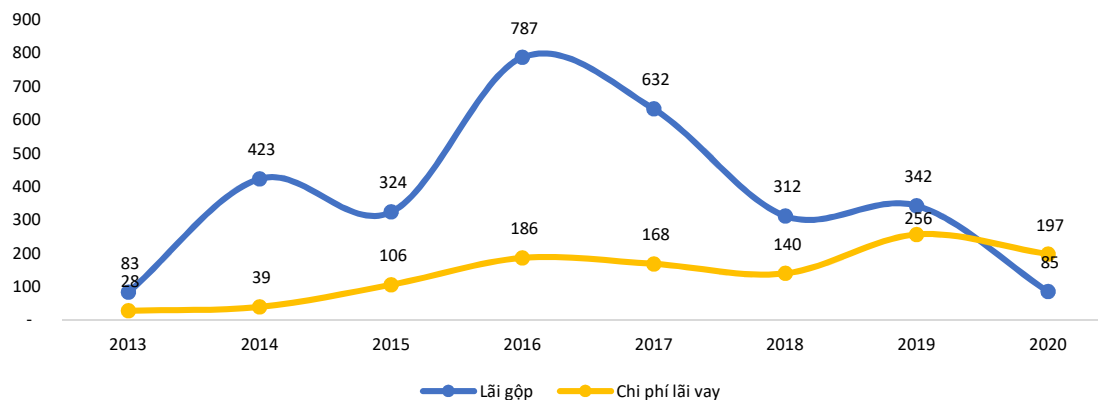
### HUT の不動産事業による収入及び売上総利益



ソース: HUT, BSC Research

(2) 借入コストが高い。HUT の借入残高は年を経て増加し、2020 年で 5 兆 5,000 億ドンだった。HUT の年間借入コストは約 2,000 億ドンである。2020 年には借入コストが売上総利益より高かったことで、HUT が経営活動から赤字を計上した。

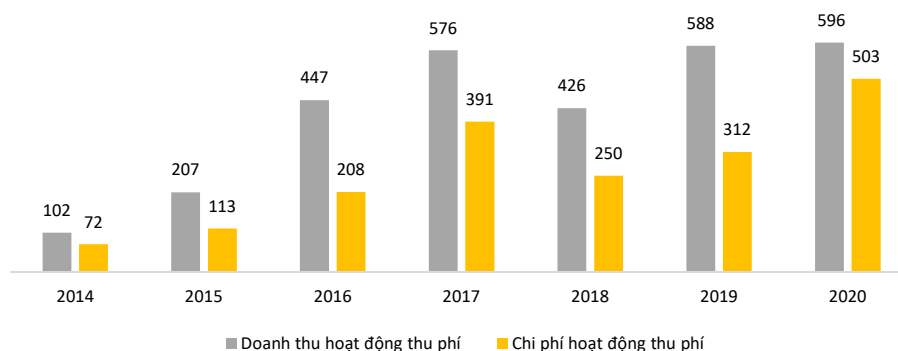
借入コストはHUTの利益を減少させている。



ソース: HUT, BSC Research

(3) ノンストップ自動料金収受システム案件の展開費用が高い。ノンストップ自動料金収受活動は VETC 株式会社(HUT の保有率が 98%)により実施されている。ノンストップ自動料金収受案件は初期に Etag カードを自動車に初めて貼る費用が無料なので、高いコストがかかる。2020 年末まで、出資の 2,770 億ドンの以外、HUT は VETC 株式会社に 3,200 億ドンを貸付したが、利益も配当もまだ収受しない。

料金収受の費用が2016年から急増したのはノンストップ自動料金収受システムを展開したことから由来した。



ソース: HUT, BSC Research

また、2020年にHUTは案件の土地に関する財務義務を負ったことで、費用の1,050億ドンがかかった。新規定に基づく、建設・譲渡契約を結ぶ投資家に公共投資で計算したことで、Xuan Phuong案件の土地に関する財務義務が1,050億ドン以上を増加した。

## 2021 年第 1 四半期業績アップデート

10億ドン	2021 年第 1 四半期	2020 年第 1 四半期	%YoY	評価
売上高	236.9	166.7	+42%	<p>- 2021 年第1四半期には、HUT の売上高は前年同期比 42%増の 2,370 億ドンに達した。そのうち、料金收受事業が収入の 73%を占め、不動産経営事業が収入の 12%を占め、販売・サービス供給事業が収入の 14%を占めた。残り分が建設契約及び太陽光発電システムだった。</p> <p>- 財務費用が前年同期比 43%増の 840 億ドンだった。この増加は主に借入利率から由来した。エネルギー・タスコ株式会社の株式譲渡からの収入を計上しなかった。</p> <p>- 2021 年第1四半期末の時点で、HUT の総資産は 10 兆 980 億ドンで、年初比僅かに増加した。買掛金は7兆 1,620 億ドンで、僅かに減少した。長期借入が 5 兆 9,560 億ドンだった。</p>
売上総利益	90.8	47.4	+22%	
売上総利益率	38.3%	28.4%		
販売費用	8.6	3.5	+148%	
管理費用	21.3	23.9	-11%	
販管費／売上高の比率	12.6%	16.4%		
資産運用による収益	1.8	55.5	-97%	
財務費用	-83.6	-58.3	+43%	
税引前利益	-21.6	16.3		
税引後利益	-24.5	5.4		

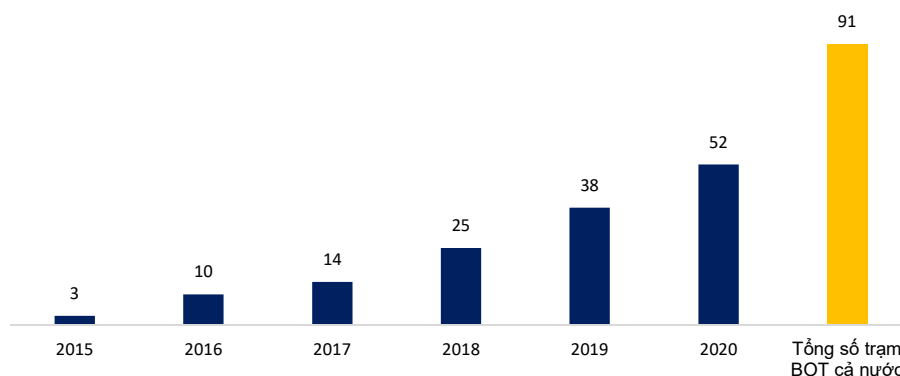
ソース: HUT, BSC Research

## 経営見通し

ノンストップ自動料金収受(ETC)案件が速く成長し、損益分岐点を間もなく達すと期待される。

ソース: BSC Research

ノンストップ自動料金収所数



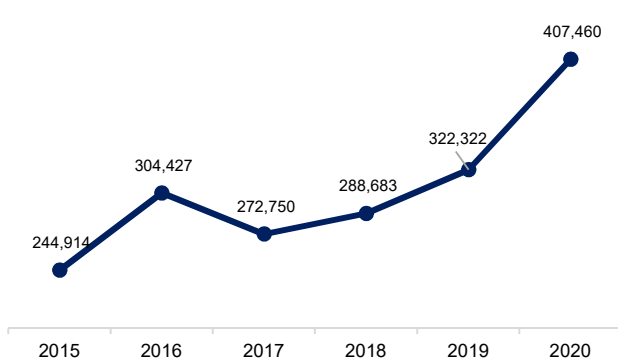
ノンストップ自動料金収受案件の成長率が高い。ノンストップ自動料金収受案件は 2015 年に 3 カ所の料金所という事件地点で展開された。現在まで全国における 91 カ所のノンストップ自動料金収所がある。そのうち、55 カ所が VETC という HUT の子会社に供給され、残りの料金所が Viettle グループに第 2 次の団体中展開されている。

BSC は ETC 案件の成長ポテンシャルがまだ大きいと考えております。

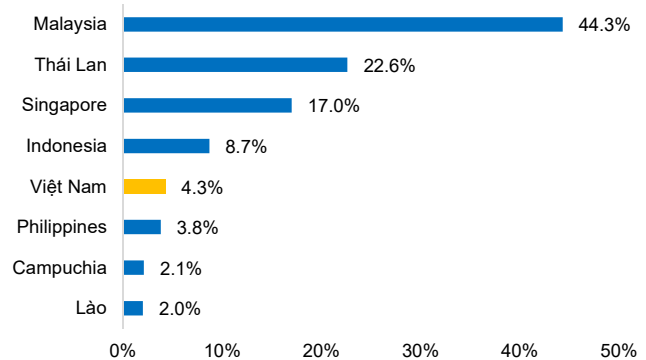
(1) 現在、ベトナムで ETC を使用している車両の割合はまだ高くない。Etag カードを貼られた自動車数が 100 万台です。統計総局によると、流通中自動車台数の 400 万台以上と比べて、ETC サービスの成長余地がまだ大きいと見られる。

(2) ベトナムでの自動車台数が増加している。毎年、ベトナム市場での自動車販売台数が 30 万台を追加増加している。マレーシア、タイ、インドネシアなどの東南アジアに比べて、ベトナムの自動車保有率がまだ低い水準で留まっている。そのために、BSC は次の数年に自動車保有率が引き続き増加すると考えております。

ベトナムにおける自動車販売額



自動車保有率／総人口



ソース: BSC Research

## 不動産事業—土地面積からのポテンシャル

My Dinh 都市区案件は土地収用 49 ヘクタールの計画と補償のために承認された。この案件は Nam



Tu Liem 区に位置する。この地域はインフラが最近改善されていることで、ハノイにおける不動産開発分野で最も大きなポテンシャルがあると評価される。BSC は現在、ハノイの中心部には別荘や町

並みを建設する為の大きな土地面積を所有する案件があまり多くないために、My Dinh 都市区案件が大きなポテンシャルとして、投資家を誘致すると評価しております。

ソース: BSC Research

この案件は 2017 年に展開する予定があるが、手続きが延長されていることで、進捗が遅くなる。管理部によると、この案件は土地面積の補償段階中にあり、Le Duc Tho 建設・譲渡案件が決算終わった後、一部の土地が 2022 年に譲渡されると期待されている。

周辺地域の土地価格が 6,000 万~7,000 万ドン/m<sup>2</sup> である。完全した後、平均販売価格が 7,000 万ドン/m<sup>2</sup> だと仮定したら、この案件の総収入が 3 兆ドン、売上総利益率が 30%となる可能性がある。

HUT は Van Canh 新都市区での土地紛争に関する抗告を続ける。2020 年 9 月 12 日時点の簡易判断に、HUT が HUD に被害を受けた土地に相当する 1,920 億ドンを賠償される。しかし、HUD からの譲渡されない 12.870m<sup>2</sup> の土地を受ける目的として、HUT が抗告した。BSC は事件の進展及び HUT に及ぼす影響を引き続き観察する。

## 予測及び評価

BSC は HUT の 2021 年の売上高が前年比+15%増の 8,650 億ドン、税引後利益が 1,250 億ドンに達すと予測しております。この予測は下記の仮定のとおりです。

- 料金收受事業からの収入が前年比 10.6%増となるのは 2021 年7月から Dong Hung 建設・運営・譲渡(BOT)案件の料金收受する見込みから由来する。
- VETC 案件からの収入が 15.8%増となる。
- 不動産事業からの収入が 2021 年にまだ計上しない。

年	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1,107	751	865	1,376
売上総利益	342	85	237	436
売上総利益率	31%	11%	27%	32%
税引後利益	45	(243)	(29)	137
EPS	212	(932)	(98)	468

ソース: BSC Research

BSC は PE 方法に基づく、HUT 株の理論株価を 2021 年 5 月 20 日の終値比 17%増の 7,600VND/株と評価し、HUT の投資評価を「観察」と推奨しております。

- DCF 方法に基づく、WACC が 11.5%で HUT の案件を評価する。
- 案件を展開するリスク、遅い販売進捗、案件の法的な手続きの承認に影響を与える要素に対して 20%割引を適用する。



## Valuation

bVND	方法	NAV(純資産 価値)	保有率	Quy đổi 換算 HUT
<b>案件</b>				
Foresa My Dinh	DCF	3,434	100%	3,434
48 Tran Duy Hung アパート	DCF	1,126	100%	1,126
外務省アパート	DCF	2,463	100%	2,463
他の案件	BV	585	100%	585
(+) 現金		401		401
(-) 負債		5,454		5,454
<b>NAV(純資産価値)</b>				<b>2,555</b>
<b>リスク割引率</b>		20%		<b>2,044</b>
流行中株数				268,631,965
<b>合理的な価格</b>				<b>7,609</b>
<b>株価</b>		<b>20/05/2021</b>		<b>6,500</b>

ソース: BSC Research

## テクニク観点

### テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 下落した後の上昇傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の下にある。
- ・RSI 指標: レベルの 50 を段々上回った。
- ・MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

HUT は 4 月に下落した後、上昇傾向に転換している。直近の数週に、売買高が増加していたのは HUT に対するトレーダーの関心を示した。テクニク指標は中立的な状態にある。フィボナッチ分析を基づく、HUT が次の数月に、フィボナッチ 78.6%に相当する株価の 7.3~7.5 に迫る可能性がある。

**推奨:** 投資家は HUT 株を買い、株価の 9 で利益確定売り、株価の 5.1 で損切りを検討することができます。



ソース: BSC, PTKT iTrade

## 付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	1,136	1,107	751	865
売上原価	(824)	(765)	(665)	(628)
売上総利益	312	342	85	237
販売費用	(34)	(15)	(28)	(27)
企業管理費用	(147)	(112)	(121)	(114)
営業利益/損失	90	76	(252)	(38)
金融活動収益	99	105	60	55
金融活動費用	(142)	(257)	(238)	(178)
借入費用	(140)	(256)	(197)	(178)
合併・関連会社関連収益	18	19	11	2
他の収益	4	(3)	5	2
税引前利益	94	73	(247)	(36)
法人税額	(28)	(28)	4	7
税引後利益	66	45	(243)	(29)
少数株主持分	(12)	(9)	(8)	(1)
少数株主利益等控除利益	77	54	(235)	(28)
EBITDA	349	550	183	388
EPS	306	212	(932)	(98)

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	143	146	219	184
短期投資	60	61	47	52
短期未収金	1,667	1,852	975	1,301
棚卸資産	79	38	124	117
他の流動資産	169	214	97	106
流動資産	2,118	2,311	1,463	1,761
有形固定資産	2,907	5,632	6,104	5,933
原価償却	(933)	(1,140)	(1,373)	(1,619)
建設中非流動資産	4,765	1,800	1,137	1,023
長期投資	484	500	351	551
他の非流動資産	324	501	846	975
非流動資産	8,714	8,707	8,696	8,678
総資産	10,831	11,018	10,158	10,438
買掛金	7,667	7,803	7,198	7,338
短期借入	62	66	98	113
他の短期借入	1,595	1,594	1,097	1,251
短期借入総額	1,657	1,659	1,195	1,364
長期借入	5,431	5,535	5,412	4,870
他の長期借入	580	609	591	1,104
長期借入	6,010	6,144	6,003	5,974
負債総額	5,493	5,600	5,509	4,983
出資金	2,686	2,686	2,686	2,686
株式会社化による資本剰余金	85	85	85	85
未処分利益	273	329	81	201
他の株主資本	120	115	109	128
少数株主持分	-	-	-	-
株主資本総額	3,164	3,215	2,961	3,100

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	94	73	(247)	(36)
原価償却及び割当て	179	222	251	246
流動資本変更	333	443	121	281
他の修正	-	-	-	-
LC 営業活動からキャッシュフロー	327	71	143	491
固定資産購入額	(720)	(195)	(52)	-
他の投資	(158)	(1)	(0)	-
投資活動からキャッシュフロー	(566)	(188)	21	-
配当金	(120)	(0)	(0)	(0)
借入から金額	769	184	81	64
他の未収金	(592)	(63)	(172)	(590)
金融活動からキャッシュフロー	57	120	(91)	(526)
初期キャッシュフロー	324	143	146	219
中期キャッシュフロー	(182)	4	73	(35)
最後期キャッシュフロー	143	146	219	184

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	1.3	1.4	1.2	1.3
当座比率	1.1	1.2	1.1	1.2
資本構成				
借入/総資産	0.7	0.7	0.7	0.7
負債比率/株主資本	2.4	2.4	2.4	2.4
稼働能力				
棚卸資産回転期間	28	28	45	70
売掛金回収期間	384	540	677	475
買掛金回収期間	232	248	277	305
現金回転率	180	320	445	240
利益性				
売上総利益率	27.4%	30.9%	11.8%	13.1%
税引後利益率	8.3%	6.6%	-6.6%	9.6%
ROE	2.4%	1.7%	-1.7%	9.9%
ROA	0.7%	0.5%	-0.5%	5.8%
評価				
PE	12.4	12.0	(4.8)	14.3
PB	0.3	0.2	0.4	0.5
成長率(前年同期比)				
売上高	-48%	-3%	-32%	15%
税引後利益	-56%	41%	-115%	571%

総資本	10,831	11,018	10,158	10,438
流行中株数	269	269	269	269

税引前利益	-74%	-23%	-439%	-163%
EPS	-79%	-31%	-540%	-146%

ソース: HUT, 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>

