

**推奨**

**観察**

**ベトナム石油ガス電力総公社(HSX: POW)  
困難を直面しても前向きな業績を維持でき**

現値:	12,000	レポート作成日:	18/05/2020	<b>株主構成</b>	
理論価格:	13,800	流行中株数(100万)	2,342	ペトロベトナムグループ(VPN)	79.9%
配当率	2%	時価総額(10億ドン)	28,102	Norges Bank	1.3%
<u>上昇率</u>	<u>15%</u>	過去30日間平均売買高	13,680,040		
		外国人投資家保有率	3.4%		

**業界分析:**

Phạm Nguyễn Long  
(電気設備業, 空運業)

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

**テクニク分析:**

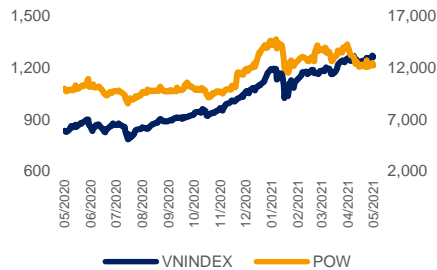
Nguyễn Tiến Đức

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

推奨価格: 15,000 VNĐ

損切り値: 10,000 VNĐ

**株価の推移**



**評価**

- BSCはSOTP方法に基づくPOWの理論価格を2021年5月18日の終値比15%増の1万3,800VND/株と評価し、POWの投資評価を「観察」と推奨しております。

**業績予測**

- BSCは2021年には、POWの売上高を前年比2.4%減の29兆180億ドン、税引後利益を同15.9%増の3兆850億ドンと予測しております。この予測は(1)新EVNへNT2の規契約電気販売価格が35VND/kWhに引き下げる、(2)2020年貸倒引当金戻入額の3,700億ドンを計上する、(3)水力発電量が前年比16%増加する、(4)POWが2021年第1四半期にPVMにおける保有株の売却を完了し、資産運用による収益の3,540億ドン(2020年税引後利益の13%と相当)を計上するという仮定に基づく。

**投資観点**

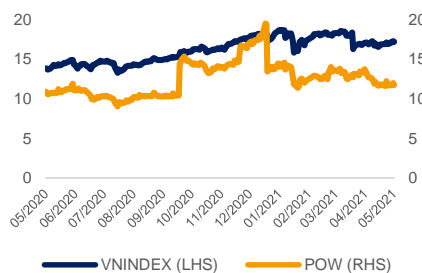
- POWの調達発電量は電気消費量が将来に増加することのおかげで長期的に安定性を維持するだろう。
- POWは安定的なキャッシュフローのおかげで借入を支払うことができるために財務費用を削減する。

**リスク**

- ガス火力発電事業と石炭火力発電事業の発電量は将来に再生エネルギー事業の競争と直面するために減少する可能性がある。

**企業アップデート**

- 2021年第1読ん半期には、POWの売上高は前年同期比4%減の7兆6,610億ドンだった。売上高の減少はガス火力発電事業が前年同期比26%急減したことにより、調達発電総量が同12%減の46億kWhを達したということから由来した。



- 2021年第1四半期の税引後利益は前年同期比12%増の5,660億ドンを達した。増益は借入費用が前年同期比47%減の1,350億ドンであり、為替差損益を計上しなかったということから由来した。
- POWは2021年3月にPVMにおける株式の売却(保有率51.58%の相当)を完了した。平均売却価格は27,260VNDで、利益の3,540億ドンを計上した。

### P/E の推移

	2020	2021F	VN-Index
PE (x)	12.2	10.3	18.3
PB (x)	1.0	0.9	2.5
PS (x)	1.0	1.0	2.0
ROE (%)	9%	10%	14%
ROA (%)	5%	6%	2%
EV/ EBITDA (x)	5.5	4.5	17.3

	2018	2019	2020	2021F
収入	32,662	35,374	29,732	29,018
売上総利益	4,477	5,138	4,580	3,854
税引後利益	2,287	2,855	2,663	3,085
EPS	184	1,028	999	1,170
EPS	N/A	459%	-3%	17%
純借入/株主資本	74%	59%	40%	36%

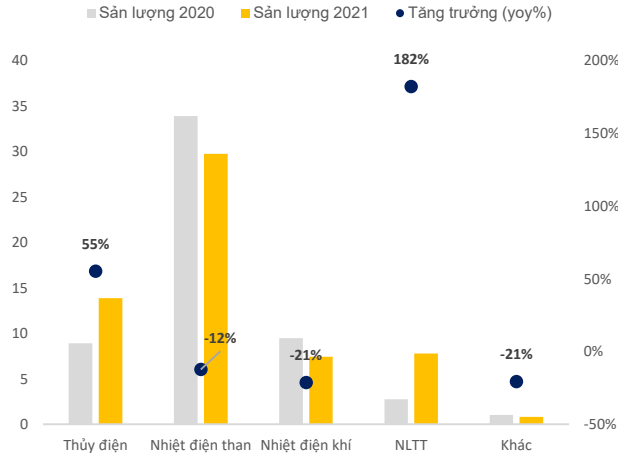
## 企業アップデート

**Doanh thu hợp nhất Q1/2021 sụt giảm 4% yoy do giảm sản lượng từ điện khí và điện than.** Trong Q1/2021, POW ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,661 tỷ đồng (-2.4% yoy). Sản lượng điện sản xuất trong kỳ đạt 4.6 tỷ kWh (-11.9% yoy), sụt giảm chủ yếu do mảng điện khí (-26% yoy). Điều này xuất phát từ việc sản lượng mảng điện khí toàn ngành giảm -21% yoy do chịu ảnh hưởng từ nguồn thủy điện và điện mặt trời so với Q1/2020 (hình 1), khiến cho doanh thu của các nhà máy điện khí (trong đó có POW) chịu ảnh hưởng đáng kể.

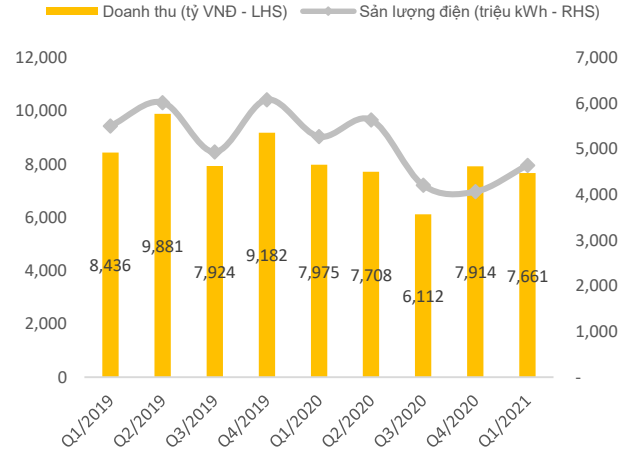
2021年第1四半期連結の収入はガス火力発電量と石炭火力発電量の減少により前年同期比4%減となった。2021年第1四半期には、POWの売上高は前年同期比2.4%減の7兆6,610億ドンを達した。同期の発電量は前年同期比11.9%減の46億kWhだった。発電量の減少はガス火力発電量が同26%減少したことから由来した。ガス火力発電量の減少は電気業のガス発電事業が水力発電事業と太陽光発電事業に影響されたことで、前年同期比21%減少したということのためだ。

EVNが2021年第1四半期に調達した発電量(10億kWh)

POWの2021年第1四半期収入と発電量



ソース: EVN, BSC Research



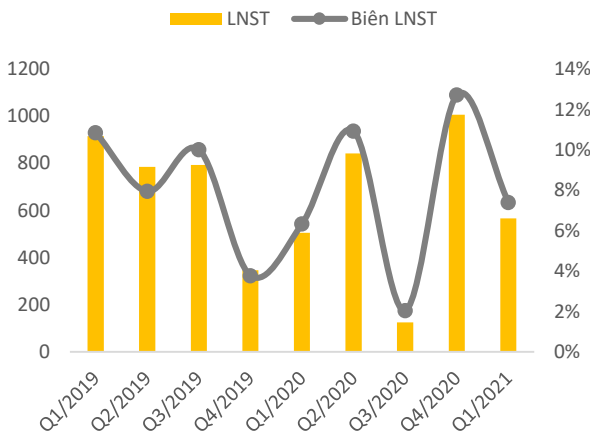
ソース: POW, BSC Research

**Kết quả LNST được hỗ trợ bởi chi phí lãi vay giảm dần.** LNST hợp nhất của POW trong Q1/2021 ghi nhận ở mức **566 tỷ VNĐ (+12.1% yoy)**. Lợi nhuận tăng so với Q1/2020 chủ yếu do việc không phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá lớn (0.8 tỷ VNĐ so với mức 139 tỷ VNĐ của Q1/2020) và chi phí lãi vay trong kỳ giảm còn 135 tỷ VNĐ (-45% yoy). Nhờ dòng tiền từ HĐKD ổn định, BSC cho rằng dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn của POW sẽ tiếp tục giảm, giúp chi phí lãi vay sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới.

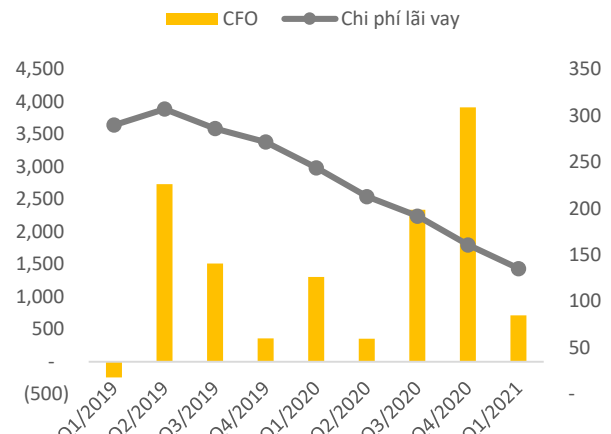
税引後利益は借入費用の削減によりサポートされた。POWの2021年第1四半期税引後利益連結は前年同期比12.1%増の5,660億ドンだった。増益は借入費用が前年同期比45%減の1,350億ドンであり、為替差損益の80億ドンだけ計上したということから由来した。BSCは経営事業の安定的なキャッシュフローのおかげで、POWの短長期的な借入残高が引き続き減少するために、借入費用が今後減少するだろうと評価しております。

POWの2021年第1四半期税引後利益

経営事業の安定的なキャッシュフローは借入費用を減少させた。



ソース POW, BSC Research



ソース POW, BSC Research

**Hoàn thành thoái vốn tại PV Machino (PVM) trong quý 1/2021.** POW đã thoái vốn toàn bộ 19.93 triệu cổ phiếu, tương đương 51.58% cổ phần của PVM. Dựa theo thị giá của PVM ngày 17/03/2021 là 27,260 VNĐ/CP và giá vốn trung bình của POW khi mua lại cổ phần của PVM là 9,500 VNĐ/CP, **lợi nhuận thu được của POW**

**đạt khoảng 354 tỷ VNĐ.** Tuy nhiên, BCTC hợp nhất quý 1 của POW vẫn hợp nhất PVM là công ty con, do vậy phần lợi nhuận thu được nhiều khả năng được ghi nhận vào BCTC hợp nhất quý 2 của doanh nghiệp.

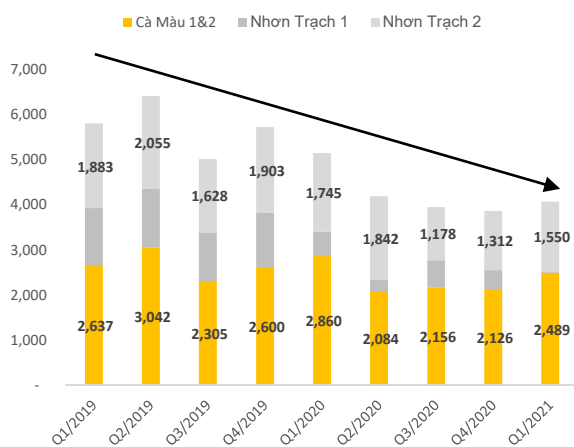
POW は 2021 年第 1 四半期に PVMachino 社 (PVM) における保有株を売却した。POW は保有株の 1,993 万株 (保有率の 51.58%と相当) を売却した。2021 年 3 月 17 日の時点での売却価格は 27,260VND/株で、平均購入価格は 9,500VND/株だったために、POW の資本回収による利益は 3,540 億ドンだった。しかし、この利益は 2021 年第 1 四半期の財務諸表 (連結) に計上されなかったもので、2021 年第 2 四半期の財務諸表 (連結) に計上される可能性が高いだろう。

**ガス火力発電事業 - 困難を引き続き直面するだろう**

**Mảng điện khí tiếp tục gặp khó khăn do sản lượng điện huy động giảm sút.** Trong quý 1/2021, sản lượng các nhà máy điện khí được EVN huy động đạt 2.4 tỷ kWh (-26.3% yoy), do các nhà máy nhiệt điện cũ, trong đó có Nhơn Trạch 1, bị giảm công suất đáng kể từ đầu năm 2021 (như nhiệt điện Phả Lại 1 được phân bổ 816 triệu kWh, -56% yoy, nhiệt điện Ninh Bình được phân bổ 360 triệu kWh, -34% yoy). Do vậy, nhà máy Nhơn Trạch 1 chỉ được huy động 10 triệu kWh trong cả quý (-97% yoy). **Điều này làm giảm tổng doanh thu mảng điện khí của POW chỉ đạt 4,065 tỷ đồng (-21% yoy).**

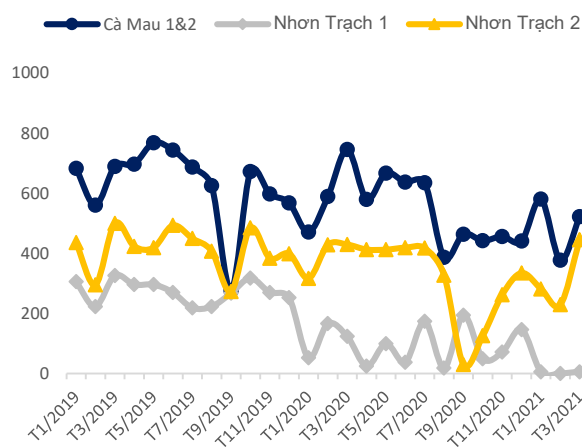
ガス火力発電事業 は発電量の減少により困難を引き続き直面している。2021 年第 1 四半期には、EVN が調達したガス火力発電量は前年同期比 26.3%減の 24 億 kWh だった。そのために、POW のガス火力発電事業による 2021 年第 1 四半期総収入は前年同期比 21%減の 4 兆 650 億ドンだった。

ガス火力発電事業の収入は 2019 年に比べて低い水準で留まった。



ソース: POW, BSC Research

ガス火力発電工場の発電量



ソース: POW, BSC Research

Bên cạnh đó, doanh thu mảng điện khí còn chịu ảnh hưởng của **việc giảm giá bán điện hợp đồng (PPA) của NT2.** NT2 đã đàm phán xong với EVN về giá bán điện hợp đồng mới, theo đó giá bán sẽ **giảm khoảng 35 VNĐ/kWh** kể từ năm 2021. Theo ước tính của BSC, điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của NT2 cũng như của POW, **ước tính lợi nhuận của NT2 và POW sẽ bị giảm khoảng 120 tỷ VNĐ (lần lượt tương đương 19% và 5% LNST năm 2020 của NT2 và POW).**

また、ガス火力発電事業の収入は NT2 の契約電気販売価格の引下げに影響された。NT2 は新規契約電気販売価格に関する EVN と交渉が完了した。それによると、電気販売価格は 2021 年以降 35VND/kWh を引き下げるだろう。BSC の推定によると、これは NT2 と POW の利益に直接影響するだろう。BSC は NT2 と POW の税引後利益は 1,200 億ドン (それぞれ 2019 年税引後利益の 19%、5%と相当) を減少すると推定しております。

**Chênh lệch giá khí nhập từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt so với các mỏ khí khác khiến cho các nhà máy điện khí của POW kém cạnh tranh hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM).** Giá nhập khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt đạt mức 7.0 USD/MMBTU, cao hơn khoảng 20% so với trung bình các mỏ khí, làm tăng giá bán điện hợp đồng (Pc) với EVN của các nhà máy điện khí tăng 10-15% so với các năm trước. Ngoài ra, điều kiện thủy văn tiếp tục thuận lợi trong năm nay giúp giá điện CGM các quý tới duy trì dưới 1,000 VNĐ/kWh. Điều này làm giảm khả năng cạnh tranh của các nhà máy điện khí của POW trên thị trường CGM trong năm 2021.

**Sao Vang-Dai Nguyet** 油田から輸入されているガス価格は他のガス田と異なるため、POW のガス火力発電所は競争力のある発電市場での競争力が低下している。**Sao Vang-Dai Nguyet** 油田から輸入されているガス価格は 7.0 USD/MMBTU で、他のガス田での平均価格比 20%より高い

Sao Vang-Dai Nguyet 油田から輸入されたガス価格が他のガス田と異なるため、POW のガス発電所は競争力のある発電市場（CGM）での競争力が低下しています。

**Các nhà máy điện khí của POW tiếp tục thực hiện bảo dưỡng trong năm 2021.** Theo kế hoạch, POW sẽ thực hiện sửa chữa các nhà máy, bao gồm đại tu nhà máy Cà Mau 1, trung tu 2 tổ máy thuộc nhà máy Nhơn Trạch 1 và tiểu tu đối với các nhà máy Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2.

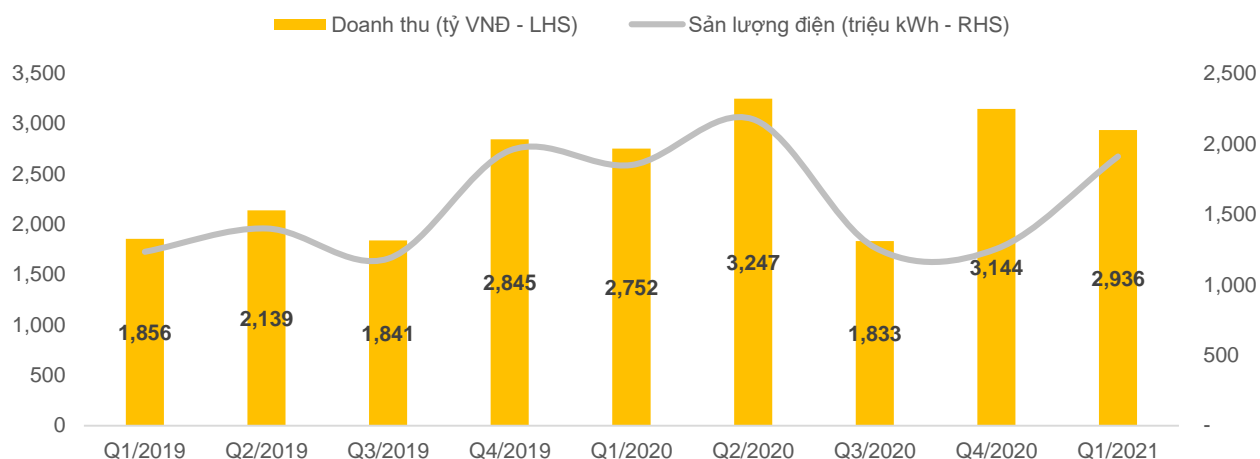
POW のガス火力発電所は 2021 年にメンテナンスを引き続き実施する。計画によると、POW は Ca Mau 1 発電所、Nhon Trach 1 発電所の発電機 2 基、Ca Mau 2 発電所及び Nhon Trach 2 発電所のメンテナンスを実施する。

**石炭火力発電事業 – 2021 年に大規模なメンテナンスを実施する**

**Kết quả kinh doanh trong kỳ tăng nhẹ 7% so với Q1/2020 nhờ sản lượng điện hợp đồng duy trì ổn định.** Doanh thu trong Q1/2021 đạt 2,936 tỷ VNĐ (+7% yoy). Sản lượng điện trong kỳ của nhà máy Vũng Áng 1 được EVN giao sản lượng điện hợp đồng Qc ở mức cao, đạt mức 1.9 tỷ kWh (+3.3% yoy) nhờ (1) nguồn cung ứng than ổn định từ TKV và TCT Đông Bắc và (2) thời điểm quý 1 là mùa khô tại khu vực miền Bắc và miền Trung.

**2021 年第 1 四半期の業績は契約電気発電量が安定的に維持したことで前年同期比 7% 増となった。** 2021 年第 1 四半期には、収入は前年同期比 7% 増 2 兆 9,360 億ドンだった。Vung Ang1 発電所の発電量は前年同期比 3.3% 増の 19 億 kWh だった。この増加は(1)ベトナム石炭産産グループ(TKV)及び Dong Bac 総会社から安定的な石炭供給および(2)第 1 四半期は北部と中部に乾期であるということから由来した。

Vung Ang1 発電所の収入と発電量



ソース : POW, BSC Research

**Sản lượng măng điện than giảm 2.6% yoy do nhà máy Vũng Áng 1 thực hiện đại tu trong Quý 3 năm nay.** Theo kế hoạch sửa chữa của POW, Vũng Áng 1 sẽ tiến hành đại tu tổ máy số 2 trong khoảng thời gian tháng 8-9 năm nay. Điều này làm giảm sản lượng điện được huy động của nhà máy Vũng Áng 1 trong năm 2021. Theo ước tính của BSC, sản lượng điện của Vũng Áng 1 trong năm nay đạt mức 6.4 tỷ kWh (-2.6% yoy), qua đó giúp doanh thu măng nhiệt điện than đạt mức 8.9 tỷ VNĐ (-3% yoy).

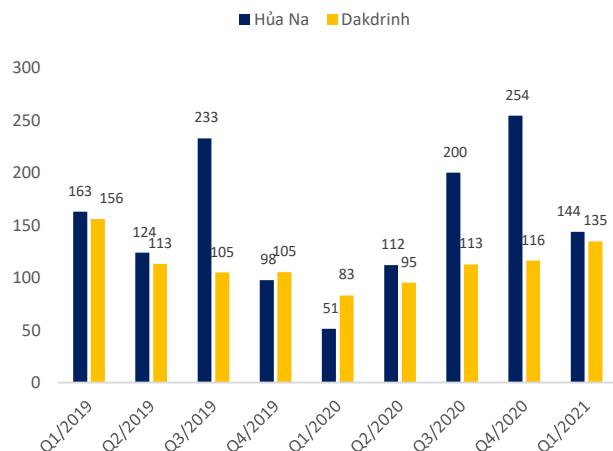
石炭火力発電事業の発電量は Vung Ang1 発電所が 2021 年第 3 四半期中に発電機のメンテナンスを実施するために前年比 2.6% 減となるだろう。POW の計画によると、Vung Ang1 発電所が 2021 年 8 月～9 月の期間に第 2 号発電機のメンテナンスを実施する。そのため、Vung Ang1 発電所の発電量が 2021 年に減少する。BSC の推定によると、Vung Ang1 発電所の 2021 年発電量は前年比 2.6% 減の 640 億 kWh となるために、石炭火力発電事業の収入は前年比 3% 減の 89 億ドンである。

水力発電事業 –順調な 水文条件のおかげで好調な業績を達す

**Điều kiện thủy văn thuận lợi giúp kết quả mảng thủy điện trong kỳ tăng mạnh so với Q1/2020.** Trong Q1/2021, tổng doanh thu mảng thủy điện của POW đạt mức 279 tỷ VNĐ (+108% yoy). Sản lượng điện trong kỳ đạt 290 triệu kWh (+176% yoy) do tình hình thủy văn thuận lợi, trong khi Q1/2020 ghi nhận hạn hán do El Nino gây ra, dẫn đến sản lượng mảng thủy điện trong kỳ sụt giảm đáng kể (104 triệu kWh).

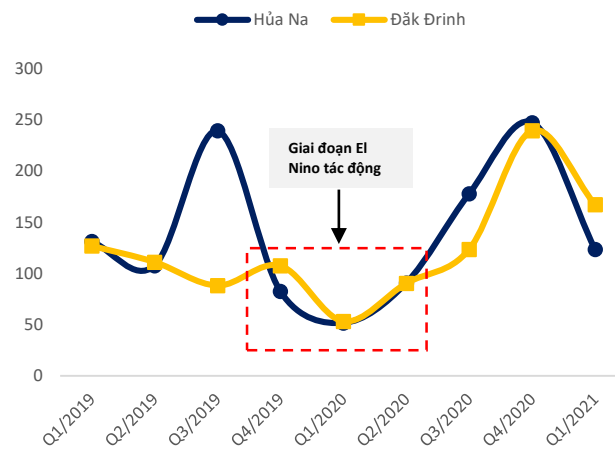
水力発電事業は順調な水文条件のおかげで 2021 年第 1 四半期の好調な業績を達した。2021 年第 1 四半期には、水力発電事業の総収入は前年同期比 108%増の 2,790 億ドンだった。同期の発電量は同 176%増の 2 億 9,000 万 kWh だった。

POW の水力発電所の収入(10 億ドン)



ソース POW, BSC Research

POW の水力発電所の発電量は年間第 3 四半期と第 4 四半期に大幅に増加する(100 万 kWh)



ソース: POW, BSC Research

**Tiến hành đại tu nhà máy thủy điện Hòa Na.** Trong tháng 4 vừa qua, POW đã thực hiện đại tu tổ máy H1 của nhà máy thủy điện Hòa Na. Do vậy, sản lượng điện trong tháng 4 của nhà máy Hòa Na chỉ đạt 21.5 triệu kWh (tương đương 62% kế hoạch tháng). Theo ước tính của BSC, việc đại tu tổ máy H1 chỉ làm giảm khoảng 5% sản lượng điện của thủy điện Hòa Na trong năm 2021 do tháng 4 là giai đoạn mùa khô nên sản lượng được phân bổ của nhà máy không cao.

**Hòa Na 水力発電所が大規模なメンテナンスを実施した。** 2021 年 4 月には、POW は **Hòa Na 水力発電所** の H 1 発電機に対して大規模なメンテナンスを実施したために、**Hòa Na 水力発電所** の 4 月発電量は **2,150 万 kWh** で、月間計画の 62%と相当した。

BSC cho rằng, kết quả mảng thủy điện của POW trong các quý tiếp theo sẽ thuận lợi do điều kiện thủy văn ổn định và thuận lợi đến hết năm 2021. Do đó, chúng tôi kỳ vọng **sản lượng thủy điện của POW trong năm 2021 sẽ đạt mức 1.2 tỷ kWh (+16% yoy), giúp cho tổng doanh thu của 2 nhà máy này đạt mức 1,208 tỷ VNĐ (+10% yoy).**

BSC は、POW の水力発電事業が順調な水文条件のおかげで次の四半期に安定的と好調な業績を達すと評価しております。そのために、BSC は POW の水力発電事業の 2021 年発電量が前年比 16%増の 12 億 kWh を達することで、この事業の総収入が同 10%増の 1 兆 2,080 億ドンを達すと期待しております。

他のアップデート

**Hoàn nhập khoản trích lập dự phòng nợ xấu từ Công ty mua bán điện (EVN/EPTC), làm giảm chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) đối với POW.** Tính đến hết năm 2020, POW đã trích lập được 770 tỷ VNĐ trên tổng số dự nợ xấu 826 tỷ VNĐ. Thseo thông tin BLĐ POW chia sẻ trong ĐHCĐ thường niên năm 2021, công ty đã nhận được 1,300 tỷ VNĐ từ EVN trong năm 2020 đối với khoản nợ xấu này và sẽ hoàn nhập khoản dự phòng đã trích lập năm 2020 trong năm nay, ước tính khoảng 370 tỷ VNĐ.

電力取引会社 (EVN/EPTC) からの貸倒引当金を戻し入れするのは POW の管理費用を削減させる。2020 年末の時点まで、POW は不良債権の 8,260 億ドンうちの 7,700 億ドンを繰り入れた。

電力取引会社 (EVN/EPTC) からの貸倒引当金を取り消し、捕虜の経営管理コスト (QLDN) を削減します



**Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 (tổng công suất 1,500 MW) dự kiến khởi công trong năm 2021** và bắt đầu vận hành từ năm 2024. Đây là động lực tăng trưởng trong tương lai cho POW và cũng phù hợp với xu hướng chuyển từ điện than sang khí đốt tự nhiên hóa lỏng (LNG). Theo BLĐ doanh nghiệp chia sẻ, POW đang thực hiện đàm phán song song hợp đồng mua bán điện và mua bán khí. Về công tác giải phóng mặt bằng, POW sẽ hoàn tất công tác đền bù và có trọn vẹn mặt bằng trong tháng 6 tới đây.

**第3と4号 Nhơn Trach 発電所 (総発電量の 1,500MW) は 2021 年に着工し、2024 年に稼働する見込みだ。**

**POW sẽ thực hiện thoái toàn bộ vốn ở 8 đơn vị thành viên trong giai đoạn 2021-2025.** HĐQT của POW đã thông qua phương án tái cơ cấu doanh nghiệp trong 5 năm tới, theo đó POW sẽ lần lượt thoái toàn bộ vốn tại 8 đơn vị thành viên và giảm tỷ lệ sở hữu tại các công ty con xuống còn 51%. Nguồn thu từ công tác thoái vốn sẽ là nguồn tài chính bổ sung giúp cho POW đủ nguồn lực để triển khai các dự án trong tương lai, trong đó có 2 nhà máy Nhơn Trạch 3&4.

**POW は 2021 年～2025 年の期間におけるメンバー社 8 社からの投資回収を実施する。**

## 業績予測

Cho năm 2021, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của POW lần lượt đạt **29,018 tỷ (-2.4% yoy)** và **3,085 tỷ (+15.9% yoy)** với giả định:

BSC là 2021年には、以下の仮定に基づく POW の売上高を前年比 2.4%減の 29 兆 180 億ドン、税引後利益をどう 15.9%増の 3 兆 850 億ドンと予測しております。

- Giá bán điện hợp đồng mới của NT2 với EVN giảm 35 VNĐ/kWh.
- 新 EVN へ NT2 の規契約電気販売価格が 35VND / kWh に引き下げる
- Hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu 370 tỷ VNĐ của EPTC ghi nhận trong năm 2020, qua đó làm giảm chi phí QLDN của POW.
- 2020 年貸倒引当金戻入額の 3,700 億ドンを計上する
- Sản lượng mảng thủy điện +16% yoy nhờ chu kỳ thủy văn tiếp tục diễn biến thuận lợi.
- 水力発電量は順調な水文条件のおかげで前年比 16%増加する。
- POW hoàn tất thoái vốn PVM trong Q1/2021, đem lại khoản doanh thu tài chính 354 tỷ VNĐ.
- POW が 2021 年第 1 四半期に PVM における保有株の売却を完了し、資産運用による収益の 3,540 億ドン（2020 年税引後利益の 13%と相当）を計上する。

### POW の 2021 年業績予測

	2019	2020E	2021F
<b>収入</b>	<b>35,374</b>	<b>29,732</b>	<b>29,018</b>
Cà Mau 1&2	10,340	9,410	10,688
Nhơn Trạch 1	4,727	1,787	1,328
Nhơn Trạch 2	7,654	6,082	6,817
Hủa Na	682	591	616
Dakdrinh	466	537	591
Vũng Áng 1	8,255	9,240	8,978
<b>売上総利益</b>	<b>5,138</b>	<b>4,580</b>	<b>3,854</b>
売上総利益率	15%	15%	13%
管販費用	(1,203)	(1,209)	(467)
財務収入	453	440	705
財務費用	(1,324)	(999)	(810)
他の損益	49	20	-
連結会社からの利益	52	44	49
税引前利益	3,165	2,875	3,331
<b>税引後利益</b>	<b>2,855</b>	<b>2,663</b>	<b>3,085</b>
<b>EPS</b>	<b>1,028</b>	<b>999</b>	<b>1,170</b>



## 評価

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho cổ phiếu POW với giá mục tiêu **13,800 VND/CP**, **upside 15%** so với giá đóng cửa ngày 18/05/2021. Giá trị hợp lý của POW được xác định dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) như sau:

BSC là SOTP phương phápを基づく POW の理論価格を 2021 年 5 月 18 日の終値比 15%増の 1 万 3,800VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

### POW の評価

工場	EBITDA	業界の平均 EV/EBITDA	POW の保有率	EV
Cà Mau 1&2	1,360,841	5.8	100%	7,892,876
Nhơn Trạch 1	84,444	5.8	100%	489,777
Nhơn Trạch 2	1,104,118	5.8	59%	3,801,986
Hỏa Na	453,025	9.0	84%	3,430,575
Đắk Đrinh	434,780	9.0	95%	3,727,930
Vũng Áng 1	3,091,853	5.1	100%	15,768,450
<b>合計</b>				<b>35,111,596</b>
(+) 現金と現金同等物				8,320,659
(-) 短長的な借入				11,168,929
流行中株数(100 万株)				2,342
<b>理論価格(VND/株)</b>				<b>13,777</b>

## 付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F	キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	32,662	35,374	29,732	29,018	税引後利益	2,287	2,855	2,663	3,085
売上原価	(28,186)	(30,237)	(25,152)	(25,164)	原価償却及び割当て	3,920	3,132	2,824	2,816
売上総利益	4,477	5,138	4,580	3,854	流動資本変更	7,524	7,884	7,624	48
販売費用	(20)	(27)	(35)	(35)	営業活動からキャッシュフロー	1,148	1,587	1,940	(2,882)
企業管理費用	(773)	(1,176)	(1,174)	(432)	税引後利益	4,996	5,323	7,908	3,068
営業利益/損失	2,469	3,116	2,855	3,331	固定資産購入額	(219)	(187)	(147)	(142)
金融活動収益	516	453	440	705	他の投資	1,774	(235)	297	34
金融活動費用	(1,779)	(1,324)	(999)	(810)	投資活動からキャッシュフロー	1,555	(422)	149	(107)
借入費用	(712)	(1,154)	(809)	(704)	配当金	(349)	(751)	(1,025)	(468)
合併・関連会社関連収益	50	52	44	49	借入から金額	(5,284)	(2,252)	(5,047)	(1,241)
他の収益	22	49	20	-	他の未収金	(5,633)	(3,003)	(6,072)	(1,709)
税引前利益	2,492	3,165	2,875	3,331	初期キャッシュフロー	2,266	3,185	5,083	7,070
法人税額	(205)	(310)	(212)	(246)	中期キャッシュフロー	919	1,898	1,986	1,251
税引後利益	2,287	2,855	2,663	3,085	最末期キャッシュフロー	3,185	5,083	7,070	8,321
少数株主持分	366	345	298	345					
少数株主利益等控除利益	1,921	2,510	2,365	2,740					
EBITDA	3,204	7,451	6,508	6,851					
EPS	184	1,028	999	1,170					
バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F	指数(%)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	3,185	5,083	7,070	8,321	支払能力				
短期投資	176	658	789	723	流動比率	0.9	0.9	1.0	1.1
短期未収金	7,531	8,714	7,196	6,999	当座比率	0.6	0.9	0.9	1.0
棚卸資産	4,187	1,428	1,728	1,687	資本構成				
流動資産	172	192	115	112	借入/総資産	34%	32%	23%	21%
有形固定資産	15,251	16,075	16,897	17,842	借入/株主資本	74%	59%	40%	36%
無形固定資産	69,294	69,503	69,598	69,738	稼働能力				
賃貸固定資産	(29,181)	(32,254)	(35,051)	(37,853)	棚卸資産回転期間	50	34	23	25
建設中非流動資産	378	217	251	282	売掛金回収期間	80	84	98	89
長期投資	937	983	1,028	1,028	買掛金回収期間	98	89	91	89
他の非流動資産	1,327	1,098	1,256	1,224	現金回転率	32	29	29	25
非流動資産	42,860	39,621	37,153	34,480					
総資産	58,111	55,696	54,050	52,321					

買掛金	8,373	6,304	6,274	6,053					
短期借入	6,554	9,158	7,019	6,317	<b>利益性</b>				
他の短期借入	2,643	1,602	3,187	3,189	売上総利益率	14%	15%	15%	13%
短期借入総額	<b>17,571</b>	<b>17,064</b>	<b>16,480</b>	<b>15,559</b>	EBIT	7%	8%	9%	11%
長期借入	13,304	8,394	5,391	4,852	税引後利益率	8%	10%	9%	10%
他の長期借入	422	729	912	910	ROE	4%	5%	5%	6%
長期借入	<b>13,725</b>	<b>9,123</b>	<b>6,304</b>	<b>5,762</b>					
負債総額	<b>31,296</b>	<b>26,186</b>	<b>22,784</b>	<b>21,321</b>	<b>評価</b>				
出資金	23,419	23,419	23,419	23,419	PE	15.0	12.0	12.2	10.3
株式会社化による資本剰余金	(0)	(0)	(0)	(0)	PB	1.2	1.1	1.0	0.9
未処分利益	859	2,651	4,302	6,519					
他の株主資本	228	228	226	226	<b>成長率</b>				
少数株主持分	2,309	2,623	2,729	2,886	売上高	10%	8%	-16%	-2%
株主資本総額	<b>26,815</b>	<b>29,509</b>	<b>31,267</b>	<b>31,001</b>	EBIT	-22%	35%	-15%	10%
総資本	<b>58,111</b>	<b>55,696</b>	<b>54,050</b>	<b>52,321</b>	税引前利益	-9%	27%	-9%	16%
買掛金	2,342	2,342	2,342	2,342	EPS	N/A	459%	-3%	17%

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 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/BIDVSecuritie>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

