

業界:不動産業

ダットフォン株式会社(HSX: DPG)
好調な業績計画

推奨

強気

現値	39.300
前理論価格	44.500
新理論価格	N/A
配当率	0%
上昇率	13.0%

レポート作成日:	10/06/2021
流行中株数(100 万)	43
時価総額(10 億ドン)	1,768
過去6か月間平均売買高	575,320
外国人投資家保有率	0.5%

株主構成

PHAM KIM CHAU	8.3%	1.0%
LUONG THI LAN	0.9%	0.8%
PHAN ANH TUAN		
LE NGOC HAOVN		

業界分析:

Phan Quốc Bửu
(不動産,小売り)
buuqg@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: 43,500 VND
損きり値: 38,600 VND

株価の推移



P/E の推移



評価

- BSC は SOTP 方法に基づく、DPG の理論価格を 2021 年6月9日の終値比 13%増の 4 万 4,500VND／株と評価し、投資評価を「強気」と推奨しております。

業績予測

- 業績計画の達成は DPG の不動産事業に依存する。2021 年には、BSC は(1)水力発電事業の回復及び(2) Casamia 案件の引き渡しという仮定に基づく、収入を前年比 25%増の 2 兆 6,580 億ドン、親会社税引後利益を同 35%増の 2,640 億ドン、PE を 9.1x、PB を 1.7xと予測しております。

リスク

- 水力発電事業の周期的なリスク
- 不動産事業の一般的リスク

企業アップデート

- 2021 年の好調な業績計画。定期株主総会では、収入を前年比 30%増の 2 兆 7,560 億ドン、親会社の税引後利益を同 45%増の 2,834 億ドンという 2021 年の計画を設定したのは承認された。
- DPG は 2021 年第 1 四半期の業績は水力発電事業及び不動産事業のおかげで好調を計上した。親会社の 2021 年第 1 四半期収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 3.1%減の 4,588 億ドン、同 244%増の 974 億ドンを達した。2021 年第 1 四半期の売上総利益率は 52.9%で、2020 年第 1 四半期の 27.8%から増加した。

	2020	2021	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	8.5	9.1	13.7	17.9	収入	1,573	1,973	2,118	2,658
PB (x)	2.0	1.7	1.7	2.4	売上総利益	352	561	594	698
PS (x)	–	76.5	3.6	2.0	税引後利益	138	194	195	264
ROE (%)	21.6%	19.4%	17.8%	13.7%	EPS	4,379	4,086	4,117	5,570
ROA (%)	3.8%	4.1%	5.5%	2.2%	EPS 成長率	–65%	–7%	1%	35%
EV/ EBITDA (x)	6.2	6.1	3.6	17.3	純借入/株主資本	355%	275%	239%	184%

企業アップデート

株主構成

DPG の株主構成は集中的があり、管理者と関連者の保有率は 50.93%である。

名前	関連者	職務	関係	保有率
Lương Minh Tuấn		会長		15.94%
Phạm Kim Châu		副会長/副社長		6.63%
Lương Thị Thanh		取締役員		6.30%
Trần Anh Tuấn		取締役員/社長		5.78%
Trần Thị Thúy				
Hằng	Lương Minh Tuấn		妻	4.48%
Lương Tuấn Minh	Lương Minh Tuấn		兄	3.19%
Phạm Quang Bình		取締役員/副社長		2.49%
Lương Xuân Mẫn	Lương Minh Tuấn	会長	兄	2.24%
Vũ Văn Phi		監査役員/経理部長		1.05%

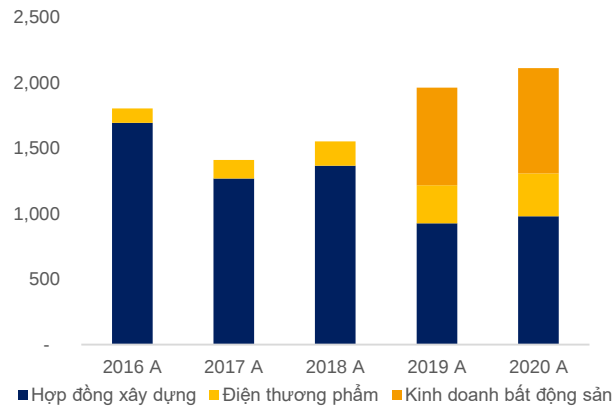
ソース: FiinPro

生産経営活動

DPG のコア事業は交通インフラ工事の建設請負、不動産投資、水力発電である。

2019 年～2020 年の期間の以外、工事建設事業
が年間収入に 90%を寄与している。

水力発電事業の売上総利益は安定的に成長
している。工事建設事業の利益は他の事業よ
り低いだ。



ソース:DPG の財務諸表

1. 工事建設事業

DPG の強さはインフラ工事及び水力発電工事の建設を展開することだ。

工事建設事業の収入は総収入に 90%を寄与している。2019 年～2020 年の期間では、工事建設事業の収入は前期間比 30%減少したために、総収入に 50%未満を寄与した。

2. エネルギー事業

DPG の水力発電量は 98MW である。1 年間の発電量は 3 億 8,000 万 kWh である。水力発電事業の売上総利益率は 60～70%で安定している。

水力発電事業	社名	地位	発電量(MW)	投資総額(10億ドン)	稼働期間
Sông Bung 6	Sông Bung 株式会社	Đông Giang & Nam Giang, Quảng Nam	29	674	2012 年 8 月～9 月
Sơn Trà 1A		Sơn Hà, Quảng Ngãi	30		
Sơn Trà 1B	30-04 Quảng Ngãi 株式会社	Sơn Tây, Quảng Ngãi	30	1964.8	2018 年 9 月
Sơn Trà 1C		Sơn Tây, Quảng Ngãi	9	312	2021 年第 3 四半期予定

3. 不動産事業

DPG の土地面積は 235 ヘクタールで、主に Quang Nam に集中している。

2018 年には、DPG は Vong Nhi 都市区案件 (Casamia)を展開した。同案件は 2019 年から収入と利益に寄与し、年間収入に 7,500 億～8,000 億ドンを寄与している。同案件の売上総利益率は 45～60%に推移している。

案件	地位	面積(ヘクタール)	展開進捗
----	----	-----------	------

Vong Nhi 都市区案件 (Casamia)	Cầm Thanh, Hội An, Quảng Nam	15.6	2018 年から展開した 214 戸うちの 173 戸の販売 済
Đồng Nà 都市区案件 (Casamia Calm)	Cầm Hà, Hội An, Quảng Nam	6.0	建築許可申請書の完成 90%のインフラを建設し、モ デルハウスを建設してい る。2021 年 5 月に販売を開 始する予定。
Cồn Tiến 都市区案件	Cầm Thanh, Hội An, Quảng Nam	30	1/500 調整申請中
Nội Rang 都市区案件	Duy Nghĩa, Duy Xuyên, Quảng Nam	25	引き渡し済み
Bình Dương リゾート	Bình Dương, Thăng Bình, Quảng Nam	183	1/500 調整申請中

2021 年の好調な業績計画。定期株主総会では、収入を前年比 30%増の 2 兆 7,560 億ドン、親会社の税引後利益を同 45%増の 2,834 億ドンという 2021 年の計画を設定したのは承認された。

- (1) 順調な水文状況及び Thuong Kon Tum 水力発電所が 2021 年 4 月に稼働しているのは水力発電事業を回復させるだろう。Sơn Trà 1C 水力発電所(発電力の 9MW)は 2021 年 9 月に完成する見込みで、2021 年の平均発電量は前年比 3.4%増の 92MW になるだろう。
- (2) Casamia 案件の残り分を引き渡し、2021 年 5 月から Calm Casamia 案件の販売を展開している。また、DPG は株式配当(額面比 10%)を実施する計画を承認した。

DPG は 2021 年第 1 四半期の業績は水力発電事業及び不動産事業のおかげで好調を計上した。親会社の 2021 年第 1 四半期収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 3.1%減の 4,588 億ドン、同 244%増の 974 億ドンを達した。2021 年第 1 四半期の売上総利益率は 52.9%で、2020 年第 1 四半期の 27.8%から増加した。売上総利益率は以下の要素を基づく増加した。

水力発電事業: 水力発電事業の 2021 年第 1 四半期売上総利益率は順調な水文状況及び電気販売量の急増で 50%から 70%まで増加した。

不動産事業:DPG は Casamia 案件の製品を引き続き引き渡している。不動産事業の売上総利益率は 60%で、前年同期の 40%から増加した。2021 年には、DPG は Casamia 案件の引き渡しを終えるだろう。

建設事業:DPG によると、2021 年第 1 四半期末の時点で注文残高の合計は 3 兆 VND だった。BSC は DPG が建設事業の 2021 年収入計画(1 兆 5,000 億ドン)を達成できると評価しております。しかし、原材料費用は建設事業の売上総利益率にマイナス影響するだろう。

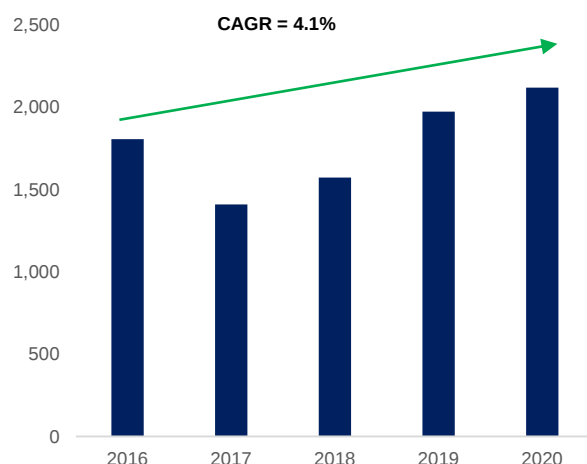
2021 年第 1 四半期末の時点では、DPG は 2021 年収入計画の 16.6%と税引後利益計画の 34.3%を達成した。

財務分析

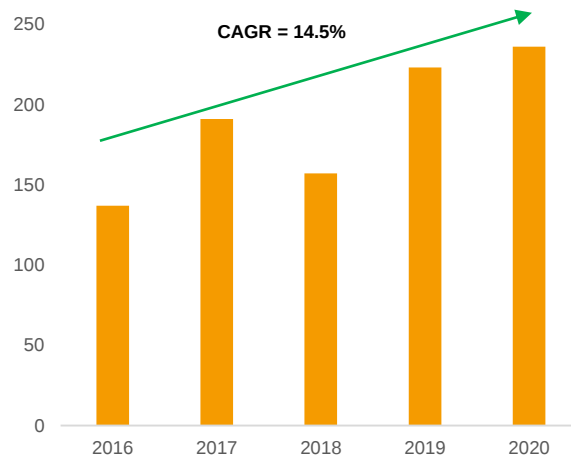
業績

2016 年～2020 年の期間における DPG の収入の年平均成長率(CAGR)は 4.1%だった。同期には、税引後利益はの年平均成長率は 14.5%だった。

総収入(10 億ドン)



税引後利益(10 億ドン)



単位:10 億ドン	2016	2017	2018	2019	2020	
売上高	1,805	1,410	1,573	1,973	2,118	- 収入は第 1A、1BSon Tra 水力発電案件及び不動産事業(Casamia 案件)の寄与のおかげで、2018 年から成長率を維持している。 - 建設事業の売上総利益率はだんだん減少している傾向がある。しかし、水力発電事業の売上総利益率は 60%～70%で安定的に維持している。 - 販売費用は 2019 年から不動産案件の販売活を展開した時、発生した。 - 財務費用は高い水準で留まって、経営活動による収益の 20～45% だった。
売上原価	1,579	1,102	1,220	1,412	1,524	
売上総利益	226	309	352	561	594	
売上総利益率	12.5%	21.9%	22.4%	28.4%	28.0%	
販売費用	0	0	0	36	72	
管理費用	44	45	58	63	61	
EBIT	182	264	294	462	461	
資産運用による収益	21	9	12	17	20	
財務費用	61	56	131	213	193	
他の利益	16	4	14	18	4	
税引前利益	159	220	188	285	291	
税引後利益	137	191	157	223	236	

親会社株主帰属利 益	122	158	138	194	195
---------------	-----	-----	-----	-----	-----

ソース: FiinPro, BSC Research

単位:10 億ドン	2016	2017	2018	2019	2020	
現金及び現金相当	446	692	592	713	707	■ DPG は現金及び現金相当を安定的に維持し、総資産の 13～14%と相当している。
短期未収金	500	785	744	702	570	
在庫	241	170	247	760	434	
他の短期資産	68	66	50	24	28	
短期資産	1,255	1,713	1,634	2,200	1,739	
有形資産	673	612	2,400	2,290	2,240	■ 建設企業の特別は売掛日回転率が 80 日間～150 日間である。在庫は進行中である工事の生産経費及び展開中不動産案件とともに変動する。
無形固定資産	1	1	2	1	1	
進行中である長期資産	510	1,582	517	450	727	
長期投資	1	2	4	12	10	
他の長期資産	37	36	53	92	62	
長期資産	1,222	2,234	3,013	2,885	3,082	■ 有形固定資産は主な水力発電工事である。
総資産	2,477	3,947	4,647	5,084	4,820	
短期買掛金	173	451	273	457	235	■ 負債率は総資産の 50～55%を占め、主な水力発電案件の長期的な借入である。
短期借入	313	582	646	648	870	
他の短期負債	534	502	711	810	758	
総短期負債	1,020	1,535	1,630	1,915	1,863	
長期借入	837	1,508	1,923	1,816	1,533	
他の長期負債	39	23	58	116	18	■ 既存株主への有償増資及び無償増資を実施したことで、2017 年～2019 年の期間における出資資本が急増した。
総長期負債	876	1,531	1,981	1,932	1,551	
買掛金	1,896	3,066	3,611	3,848	3,414	
出資資本	66	119	300	450	450	
剰余	–	49	49	49	49	
未処分利益	332	429	327	349	494	
他の株主資本	183	284	360	389	413	
株主資本	581	881	1,036	1,237	1,406	
総資本	2,477	3,947	4,647	5,084	4,820	

投資リスク

- 水力発電事業の周期的なリスク。
- 案件実施進捗に関するリスク。

業績予測:

DPG の 2021 年業績計画を達成する可能性は不動産事業に依存する。BSC は 2021 年には、(1)水力発電事業の回復及び(2) Casamia 案件の引き渡しという仮定に基づく、DPG の収入を前年比 25%増の 2 兆 6,580 億ドン、親会社税引後利益を同 35%増の 2,640 億ドン、PE を 9.1x、PB を 1.7xと予測しております。

単位:10 億ドン	2017A	2018A	2019E	2020F	2021F
収入	1,410	1,573	1,973	2,118	2,658
前年比	-22%	12%	25%	7%	25%
売上原価	1,102	1,220	1,412	1,524	1,959
利上げ総利益	309	352	561	594	698
販売費用	-	-	36	72	90
管理費用	45	58	63	61	77
EBIT	263.3	1,013	642	149	433
資産運用による収入	8.7	11.7	16.9	19.7	68.5
財務費用	56.0	131.5	212.7	193.1	199.5
連結会社からの損益	-	-	-	-	-
税引前利益	220	188	285	291	405
法税	41	65	94	43	81
税引後利益	191	157	223	236	324
少数株主持分	33	19	29	41	60
親会社株主帰属利益	158	138	194	195	264
前年比	30%	-12%	40%	1%	35%
EPS(VND/株)	12,630	4,379	4,086	4,117	5,570
売上総利益率	22%	22%	28%	28%	26%
純利益率	11%	9%	10%	9%	10%
ROE	25%	19%	22%	19%	21%

ソース: BSC Research

評価

BSC は SOTP 方法に基づく、DPG の理論価格を 2021 年6月9日の終値比 13%増の 4 万 4,500VND／株と評価し、投資評価を「強気」と推奨しております。

評価	評価方法	目標 PE	株価(VND／株)
建設事業	PE	6.0	5,310
水力発電事業	DCF		17,510
不動産事業	P/B	1.5	21,737
目標価格			44,500
現値			39,300
上昇率			+13%

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	1,573	1,973	2,118	2,658	損／税引後利益	138	194	195	264
売上原価	1,220	1,412	1,524	1,959	原価償却及び割当て	90	141	137	27
売上総利益	352	561	594	698	流動資本変更	379	475	123	470
販売費用	-	(36)	(72)	(90)	他の変更	35	59	(98)	-
企業管理費用	(58)	(63)	(61)	(77)	営業活動からキャッシュフロー	379	475	123	470
営業利益／損失	294	462	461	531					
金融活動収益	12	17	20	68	固定資産購入額	(946)	(211)	(46)	(58)
金融活動費用	(131)	(213)	(193)	(199)	他の投資	(39)	(19)	(5)	-
借入費用	(129)	(211)	(193)	(176)	投資活動からキャッシュフロー	(971)	(215)	(20)	(58)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-					
他の収益	14	18	4	5	配当金	(49)	(45)	(43)	-
税引前利益	188	285	291	405	借入から金額	477	(104)	(63)	(74)
法人税額	(31)	(62)	(55)	(81)	他の未収金	64	-	28	-
税引後利益	157	223	236	324	金融活動からキャッシュフロー	492	(149)	(115)	(74)
少数株主持分	19	29	41	60					
少数株主利益等控除利益	138	194	195	264	初期キャッシュフロー	1,108	1,008	1,119	1,108
EBITDA	384	603	598	558	中期キャッシュフロー	(100)	111	(11)	338
EPS	4,379	4,086	4,117	5,570	最後期キャッシュフロー	1,008	1,119	1,108	1,446

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F	指数(%)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	1,008	1,119	1,108	1,446	支払能力				
短期投資	0	10	15	15	流動比率	1.0	1.1	1.0	1.0
短期未収金	744	47,468	57,470	69,872	当座比率	0.9	0.7	0.6	0.7
棚卸資産	247	760	434	600					
流動資産	50	24	28	35	資本構成				
有形固定資産	1,634	2,193	1,732	2,888	借入／総資産	55%	49%	50%	39%
無形固定資産	90	2,292	2,241	2,271	借入／株主資本	355%	275%	239%	184%
賃貸固定資産	262	352	1,292	1,802					
建設中非流動資産	517	450	727	727	稼働能力				
長期投資	4	12	10	10	棚卸資産回転期間	68	344	734	503
他の非流動資産	53	92	62	77	売掛金回収期間	177	321	256	228
非流動資産	3,013	2,885	3,082	3,128	買掛金回収期間	81	83	50	73
総資産	4,647	5,077	4,813	6,016	現金回転率	164	581	939	658
買掛金	273	457	235	614					

短期借入	646	648	870	777	利益性				
他の短期借入	711	810	758	974	売上総利益率	22.4%	28.5%	28.1%	26.3%
短期借入総額	1,630	1,915	1,863	2,364	税引後利益	8.8%	9.8%	9.2%	9.9%
長期借入	1,923	1,816	1,533	1,553	ROE	19.1%	21.6%	19.4%	20.8%
他の長期借入	58	116	18	18	ROA	3.0%	3.8%	4.1%	4.4%
長期借入	1,981	1,932	1,551	1,571					
負債総額	3,611	3,848	3,414	3,936	評価				
出資金	300	450	450	450	PE	8.5	9.1	9.0	7.0
株式会社化による資本剰余金	49	49	49	49	PB	1.6	2.0	1.7	1.4
未処分利益	327	349	494	750					
他の株主資本	-	-	-	-	成長率(前年同期比)				
少数株主持分	312	341	402	402	収入	11.5%	33.5%	45.1%	36.2%
株主資本総額	724	896	1,004	1,268	税引後利益	11.6%	57.2%	-0.2%	15.2%
総資本	4,647	5,084	4,820	5,606	税引前利益	-14.5%	51.1%	2.4%	39.0%
発行中株数	30	45	45	45	株主資本	-65.3%	-6.7%	0.7%	35.3%

ソース:BSC
Research.

テクニク分析

目標価格: 43,500VND/株

損きり値: 38,360VND/株

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 上昇傾向
- MACD 指標: シグナル線の上にある。
- RSI 指標: 買われすぎゾーンに入っている。
- MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価: DPG は長期的な上昇傾向を維持しているが、この傾向は間もなく終える可能性がある。直近の週間には、売買高がだんだん減少している。テクニク指標はプラスな状態である。

推奨: 投資家は DPG 株を購入し、株価の 43.5 で利益確定売りと検討することができます。損きり値は 38.5 である。



ソース: BSC, iTrade のテクニク分析

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
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecuritie>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



