

業界: 電気業界

**推奨 買い 第1電気建設株式会社 (HSX: PC1)**

現値:	26,950	レポート作成日:	06/06/2021	<b>株主構成</b>	
理論価格:	32,800	流行中株数(100万)	191.2	Trịnh Văn Tuấn	18.1%
配当率	0%	時価総額(10億ドン)	5,152	CTCP BEHS	17.8%
<b>上昇率</b>	<b>21.7%</b>	過去10日間平均売買高:	571,400	Nguyễn Nhật Tân	3.2%
		外国人投資家保有率	10.95%	Lê Thị Thoi	1.9%

**業界分析:**

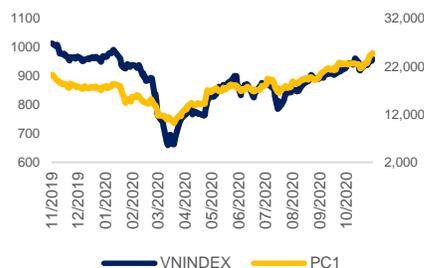
Phạm Nguyên Long  
(ユーティリティ、航空)  
[longpn@bsc.com.vn](mailto:longpn@bsc.com.vn)

**テクニク分析:**

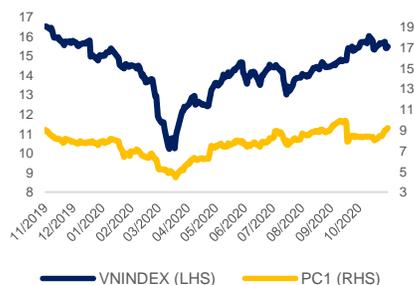
Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

推奨価格: N/A  
損切り値: N/A

**株価の推移**



**P/E**



**評価**

■ BSCはSOTP方法に基づくPC1の2021年理論価格を2021年6月4日の終値比21.7%増の3万2,800VND/株と評価し、PC1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、PC1の売上高を前年比19増の7兆9,280億ドン、税引後利益を同9%増の5,900億ドン、EPS FWを2,934ドン/株と予測しております。この予測は(1)2021年にEPC風力発電新契約の価値が前年比+40%増となる、(2)水力発電事業が順調な水文条件から恩恵を受ける、(3)2021年11月から稼働する見込みの風力発電案件による収入がPC1の収入に1,420億ドンを寄付するという仮定に基づく。

**投資観点**

- 電気設備事業は風力発電投資の傾向及び送電システム投資の需要から恩恵を受ける。
- 水力発電事業が2021年に大きく成長するのは順調な水文条件及び新工場の発電能力向上から由来する。

**事業傾向**

■ PC1の3つの風力発電工場(総発電能力の144MW)は2021年第3四半期に稼働する見込みです。

**リスク**

■ 季節に関するリスクは水力発電量及び風力発電案件の進捗に影響を及ぼす。

**企業アップデート**

- 2021年第1四半期には、PC1の売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比+13%増の1兆5,480億ドン、同-10%減の800億ドンを達した。収入の増加は(1)EPC風力発電案件、(2)インゴット販売のおかげで、貿易事業による収入が前年同期比+157%増となったということから由来した。
- 税引後利益が前年同期比-10%減となった。減少の原因は風力発電案件の借入額が増加したこと及び2020年に実施した水力発電案件の借入金利の資本化が完了したということから由来した。
- アジア開発銀行(ADB)はPC1と3つの風力発電案件に向けて1億1,600万ドルの借入契約を署名した。15年間の固定金利は

5.4%/年である。

	2020	2021F	VN-Index		2018	2019	2020	2021F
PE (x)	9.9	9.2	18.3	収入	5,084	5,845	6,679	7,928
PB (x)	1.2	1.1	2.5	売上総利益	866	819	1,162	1,406
PS (x)	0.7	0.7	2.0	税引後利益	491	376	544	590
ROE (%)	12.1%	11.7%	13.7%	EPS	3,514	2,246	2,682	2,934
ROA (%)	5.4%	4.5%	2.2%	EPS 成長率	50%	-36%	19%	9%
EV/ EBITDA (x)	6.5	9.3	17.3	負債/株主資本	60%	82%	79%	143%

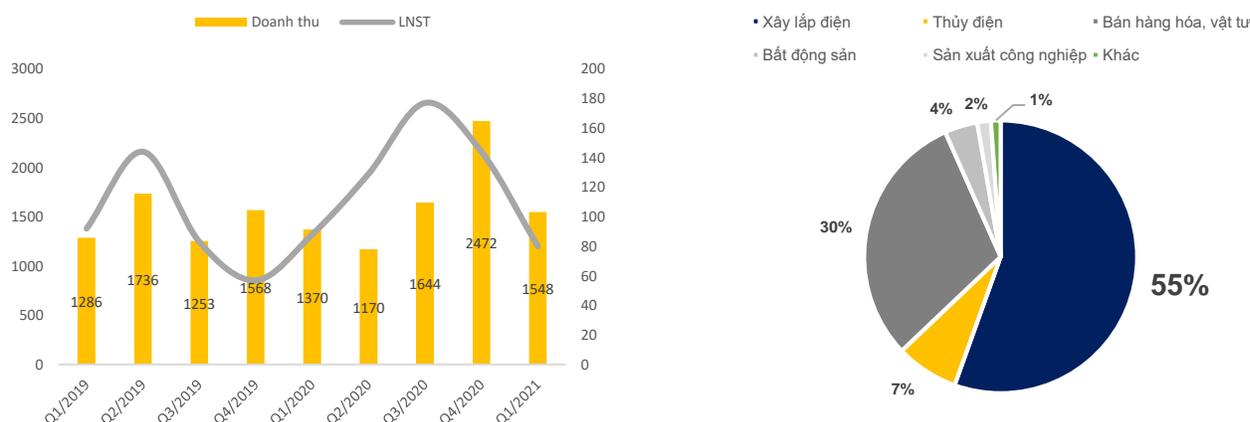
## 2021年第1四半期業績のアップデート

2021年第1四半期には、PC1の売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比+13%増の1兆5,480億ドン、同-10%減の800億ドンを達した。収入の増加は(1) EPC 風力発電案件のおかげで、電気設備事業による収入が前年同期比+139%増となった、(2) インゴット販売のおかげで、商業収入が前年同期比+157%増となったということから由来した。

2020年第1四半期には、税引後利益が前年同期比-10%減となった。この減少の原因は風力発電案件の借入額が増加し、2020年に実施した水力発電案件の借入金利の資本化を完了したということ、財務費用が前年同期比+17%増となったことから由来した。

### PC1の売上高及び税引後利益

電気設備事業の収入はPC1の収入構成における最大比率を占めた。



ソース: PC1, BSC Research

風力発電案件は進捗の通りに進まれている。Quang Tri 省で3つの風力発電案件(総発電能力が144MW)は、PC1は4月に杭基礎の建設を完成した後、タービンの措置を実施している。5月には、全部の輸入設備が港に到着した。FIT(Feed-in Tariff)価格の優待を受ける期限が2021年11月1日に切れる前に、PC1が2021年8~9月に案件を完成する見込みです。また、アジア開発銀行(ADB)はPC1と3つの風力発電案件に向けて1億1,600万ドルの借入契約を署名した。15年間の固定金利は5.4%/年である。

## 投資観点

電気設備事業は風力発電投資の傾向及び将来に送電システム投資の需要から恩恵を受ける。

PC1は優良な企業プロフィールだけでなく、同社の風力発電実施経験のおかげで、多くのEPC風力発電案件を受けている。直近の6ヶ月には、PC1は「Ia Bang 1」案件、「第1号 Ia Pét Dak Đoa」案件などのEPC風力発電契約を結んだ。これらの案件の総額は3兆ド

ン以上である。これは大規模送電案件の経験だけでなく、風力発電案件を自分で実施できることから由来した。

### PC1 の EPC 風力発電案件に関する情報

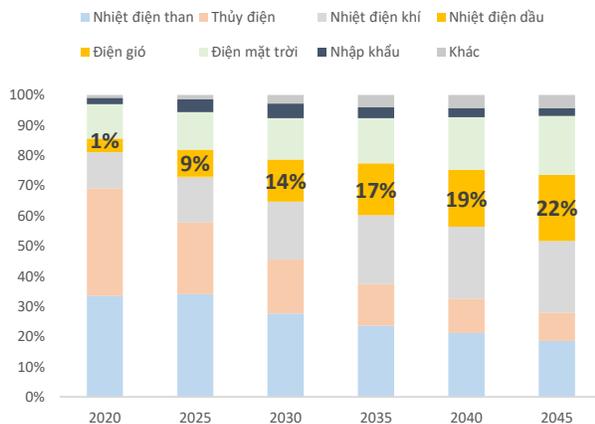
案件	la Bang 1	第 1 号 la Pét Đak Đoa	Tân Phú Đông 2
投資総額	2,200	3,910	2,242
発電能力 (MW)	50	100	50
事業	工場 EPC 契約	電線、変電所 EPC 契約	工場 EPC 契約
パッケージの価値 (10 億ドン)	829	743	1676
着工日	T12/2020	T1/2021	T3-4/2021
完成のみ込み	T10/2021	T10/2021	T12/2021

ソース: PC1, BSC Research

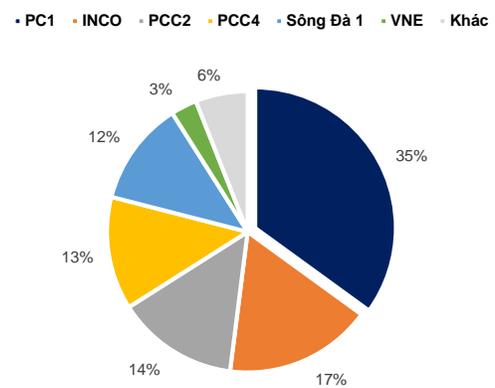
第 8 号電気企画草案は再生可能エネルギーに向けている。それによると、2025 年に風力発電能力が 9.2GW で、2045 年に 60GW である見込み、全システム発電能力の 22%を相当するだろう。しかし、風力発電能力の 1GW のみ 2020 年末に開拓された。そのために、EPC 風力発電案件及び送電システムの実施需要がまだ高いのは PC1 などの大手企業がさらに案件を実施する機会をもたらすだろう。

風力発電事業の成長余地が大きい。

業界トップのおかげで、大規模な契約を結ぶ機会が多い。



ソース: 第 8 号電気企画草案, BSC Research

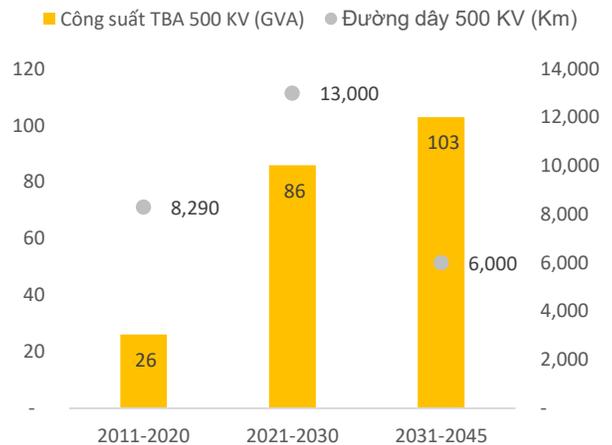
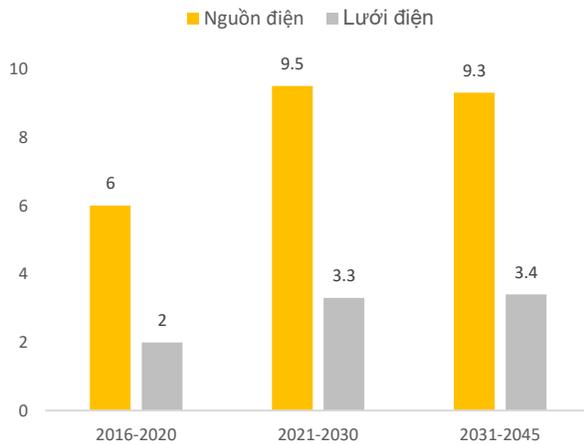


ソース: PC1, BSC Research

さらに、再生可能エネルギー事業は大きな割合を占める際に送電能力を向上する為に、送電システムが将来に投資されるだろう。第 8 号電気企画草案によると、電気業は 2021 年～2045 年期間における 95 億ドルを投資する必要がある。この投資額が 2016 年～2020 年期間に比べて 1.5 倍増となる。そのうち、電気設備事業が投資総額の 20%を占め、2021 年～2045 年の期間に 19 億ドル/年と相当する。BSC は上記のことのおかげで、PC1 は電気設備事業の成長を長期的に維持することができるだろうと評価しております。2021 年～2025 年期間における成長率が 15～20%であると推定される。

風力発電事業の成長余地がまだ大きい。

業界トップのおかげで、大規模な契約を結ぶ機会が多い。

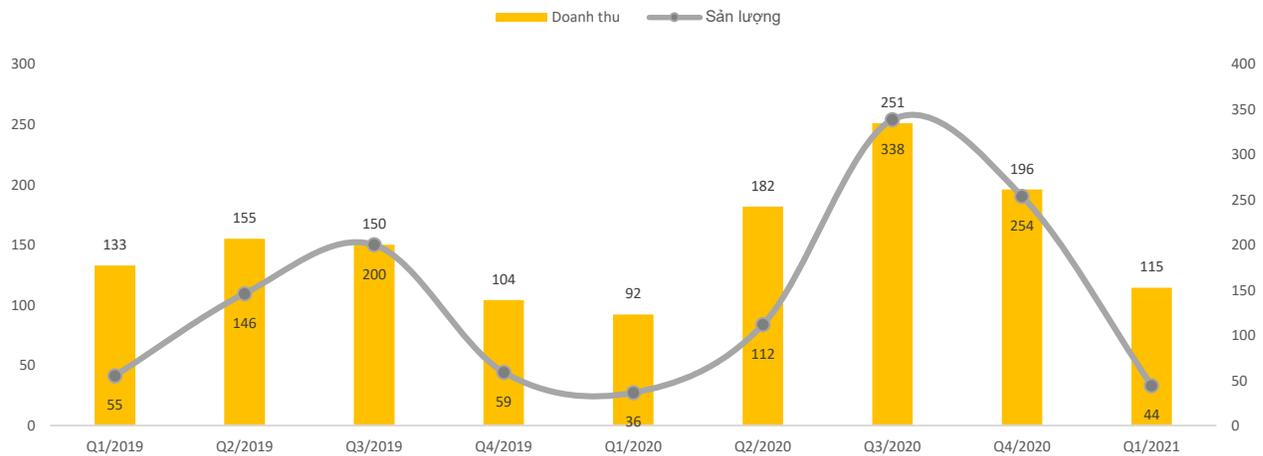


ソース: 第8号電気企画草案、BSC Research

2021年には、水力発電事業は順調な水文条件及び新工場の発電能力向上のおかげで大きく成長するだろう。

PC1の水力発電量はラニーニャ現象から恩恵を受けている。Columbia大学の予測によると、ラニーニャ現象が2021年末まで続く可能性がある。そのために、降水量の増加は他の発電事業よりPC1の発電所を含む水力発電事業をサポートするだろう。

### PC1の水力発電事業の収入及び発電量

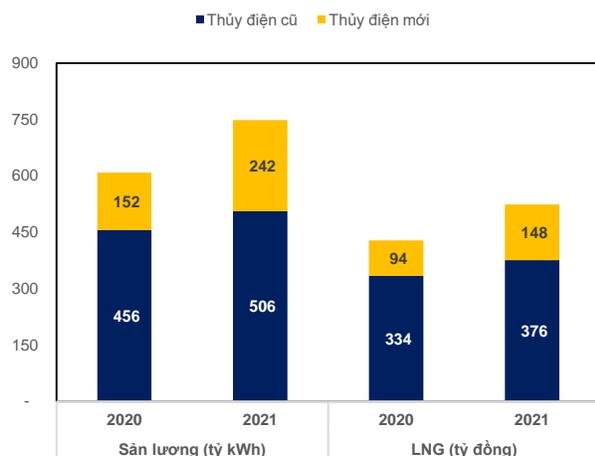


ソース: PC1, BSC Research

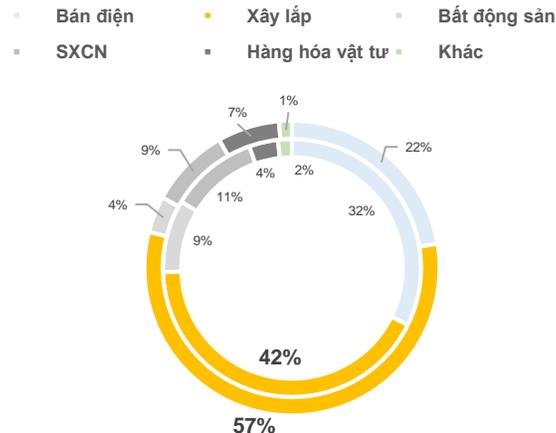
新規水力発電所の追加発電能力のおかげで、電気事業がPC1の2021年売上総利益に最大額を寄付するだろう。2020年には、PC1は3カ所の発電所を総発電能力の54MWで稼働した後、設備能力を168MWに引き上げた。そのうち、Bao Lac B(発電能力が18MW)及びSong Nhiem 4発電所(発電能力が6MW)が2020年7月以降稼働した。この発電所が費用から恩恵を受けたことで、電気事業の売上総利益率が60%を上回った。BSCの推定によると、新規水力発電所のおかげで、PC1の2021年の水力発電量が2,400億kWhを増加すると、2022年の売上総利益は1,480億ドンを追加増加する。

電気事業が PC1 の売上総利益に最大額を寄付した。(外: 2019 年、内: 2020 年)

水力発電能力の向上は電気事業の売上総利益を増加させる。



ソース: PC1, BSC Research



ソース: PC1, BSC Research

風力発電事業・電気優遇価格を受ける為に建設活動を集中する。

### Quang Tri 省で PC1 の風力発電案件に関する情報

発電所	Liên Lập	Phong Huy	Phong Nguyên
発電能力 (MW)	48	48	48
発電量 (100 万 kWh)	140	133	133
電気販売価格 (ドン/kWh)	1,928	1,928	1,928
投資総額 (10 億ドン)	2,034	1,715	1,714
株主資本 (10 億ドン)	407	343	343
借入 (10 億ドン)	1,627	1,372	1,372
保有率	55.5%	53.5%	53.6%
完成時間	9/2021	9/2021	9/2021
位置	Huong Hoa 県、Quang Tri 省		

ソース: PC1, BSC Research

優遇電気販売価格は PC1 が風力発電事業に集中するための原動力である。政府の決定第 39 号/2018/QĐ-TTG を基づく、2021 年 11 月より前に稼働する陸上風力発電案件は 20 年間優遇販売価格を 8.5 UScents/kWh (1,928 VNĐ/kWh と相当する) で享受する。現在、PC1 は 3 つの工場にタービン設置段階を実施しており、上記の優遇 FIT 価格 (Feed-in Tariff) を享受する為に、3 つの案件を 2021 年第 3 四半期に完成する予定だ。

### 業績予測

2021 年業績が大きく成長するのは EPC 風力発電案件の電気設備活動から由来する。

BSC は 2021 年には、下記の仮定を基づく PC1 の売上高を前年比 19%増の 7 兆 9,280 億ドン、税引後利益を同 9%増の 5,900 億ドン、EPS FW を 2 万 9,340 ドン/株と予測しております。

- 2021 年には、EPC 風力発電案件の増加のおかげで、電気設備事業による収入が前年比 47%増の 49 億 1,400 万ドンに達する。
- 水力発電事業による収入が前年比+30%増の 9,330 億ドンに達するのは電力量が順調な水分条件のおかげで前年比+21%増の 1,640 億 kWh となることから由来する。
- PC1 の 3 つの風力発電工場(総発電能力の 144MW)は 2021 年第 3 四半期に稼働する見込みで、総発電能力が 313MW になる。BSC の予測によると、PC1 の風力発電事業が総電力量に 7,400 万 kWh を寄付し、電気事業による収入への 1,420 億ドンの寄付と相当する。

## 評価

BSC は SOTP 方法を基づく PC1 の理論価格を 2021 年 6 月 4 日の終値比 21.7%増の 3 万 2,800 VND/株と評価し、PC1 の投資評価を「買い」と推奨しております。具体的には、BSC は 3 つの風力発電案件の NPV(正味現在価値)を評価する為に DCF 方法を使用し、水力発電事業に向けて EV/EBITDA 方法を使用し、電気設備・工業生産事業に向けて P/E 方法を使用し、不動産事業に向けて NAV 方法を使用した。

## PC1 の部分評価

事業	方法	価値	株価数 (10 万)	合理的な価格/株
電気設備・工業生産事業	P/E	2,598,302	191.2	13,590
不動産事業	NAV	643,480	191.2	3,366
風力発電事業	FCFF	1,424,249	191.2	7,449
水力発電事業	EV/EBITDA	1,591,951	191.2	8,372
<b>株価</b>				<b>32,777</b>

ソース: BSC Research

## 付録

業績(10億ドン)					キャッシュフロー会計 (10億ドン)				
	2018	2019	2020	2021F		2018	2019	2020	2021F
売上高	5,084	5,845	6,679	7,928	税引後利益	491	376	544	590
売上原価	(4,219)	(5,026)	(5,517)	(6,522)	原価償却及び割当て	143	141	190	345
<b>売上総利益</b>	<b>866</b>	<b>819</b>	<b>1,162</b>	<b>1,406</b>	流動資本変更	(276)	(1,093)	(497)	(196)
販売費用	28	38	37	34	他の修正	(92)	(10)	(45)	(3)
企業管理費用	(150)	(172)	(244)	(290)	営業活動からキャッシュフロー	513	(334)	633	739
営業利益/損失	(148)	(171)	(242)	(290)	固定資産購入額	(531)	(703)	(933)	(5,550)
金融活動収益	-	-	-	-	他の投資額	(4)	(253)	76	(277)
金融活動費用	(208)	(224)	(338)	(432)	投資活動からキャッシュフロー	(535)	(956)	(856)	(5,827)
<b>借入費用</b>	<b>540</b>	<b>427</b>	<b>635</b>	<b>718</b>	配当金	(10)	(12)	(15)	-
合併・関連会社関連収益	39	6	17	-	借入から金額	165	1,168	1,148	3,876
他の収益	579	433	652	718	金融活動からキャッシュフロー	156	1,156	1,133	3,876
税引前利益	(88)	(56)	(108)	(128)	初期キャッシュフロー	567	701	568	1,476
<b>法人税額</b>	<b>491</b>	<b>376</b>	<b>544</b>	<b>590</b>	中期キャッシュフロー	134	(134)	909	(1,212)
税引後利益	25	19	31	30	最後期キャッシュフロー	701	568	1,476	245
少数株主持分	467	358	513	561	-	-	-	-	-
少数株主利益等控除利益	881	779	1,070	1,353					
EBITDA	3,514	2,246	2,682	2,934					
<b>EPS</b>	<b>5,084</b>	<b>5,845</b>	<b>6,679</b>	<b>7,928</b>					

バランスシート(10億ドン)					指数(%)				
	2018	2019	2020	2021F		2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	701	568	1,476	245	<b>支払能力</b>				
短期投資	90	180	63	63	流動比率	1.8	1.7	1.5	1.1
短期未収金	1,552	1,851	3,390	3,767	当座比率	1.4	1.1	1.3	0.9
棚卸資産	759	1,434	730	736	<b>資本構成</b>				
その他流動資産	47	120	57	68	負債比率/総資産	30%	37%	35%	50%
<b>流動資産</b>	<b>3,150</b>	<b>4,153</b>	<b>5,715</b>	<b>4,879</b>	負債比率/株主資本	60%	82%	79%	143%
有形資産	8	8	87	104	<b>稼働能力</b>				
原価償却	2,529	2,412	3,802	9,006	棚卸資産回転期間	80	80	72	41
建設中非流動資産	2	2	2	2	売掛金回収期間	102	106	143	165
長期投資	442	1,179	379	656	買掛金回収期間	124	104	123	127
他の非流動資産	97	64	81	81	現金回転率	58	82	92	79
非流動資産	198	330	434	448	<b>利益性</b>				
<b>総資産</b>	<b>3,447</b>	<b>4,162</b>	<b>5,006</b>	<b>10,507</b>	売上総利益率	17%	14%	17%	18%
買掛金	6,597	8,315	10,722	15,386	税引後利益率	10%	6%	8%	7%
短期借入	1,325	1,546	2,157	2,382	ROE	16%	11%	13%	12%
他の短期借入	416	951	1,586	1,982	ROA	8%	5%	6%	5%
<b>短期借入総額</b>	<b>1,741</b>	<b>2,497</b>	<b>3,744</b>	<b>4,364</b>	<b>評価</b>				
長期借入	1,554	2,096	2,171	5,652	PE	6.5	7.2	7.0	9.2
他の長期借入	23	27	37	41	PB	1.0	0.8	0.9	1.0
<b>長期借入</b>	<b>1,577</b>	<b>2,123</b>	<b>2,208</b>	<b>5,693</b>	<b>成長率</b>				
<b>負債総額</b>	<b>3,318</b>	<b>4,620</b>	<b>5,952</b>	<b>10,057</b>					
出資金	1,328	1,593	1,912	1,912					
株式会社化による資本剰余金	711	711	711	711					
未処分利益	925	933	1,109	1,628					
他の株主資本	23	23	23	23					

少数株主持分	160	257	782	782	売上高	61%	15%	14%	19%
株主資本総額	3,279	3,695	4,770	5,330	EBIT	82%	-17%	48%	13%
総資本	6,597	8,315	10,722	15,386	税引前利益	91%	-25%	51%	10%
流行中株数	133	159	191	191	EPS	50%	-36%	19%	9%

ソース: 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>

