

業界：通信情報業

推奨

買い

通信電子技術開発投資株式会社 (HSX: ELC)

回復期待

現値:	14,500
前理論価格	-
新理論価格:	18,750
配当率	
上昇率	30%

レポート作成日:	15/06/2021	株主構成	
流行中株数(100 万)	51.5	Phan Chiến Thắng	8.30%
時価総額(10 億ドン)	680	Samarang UCITS	8.00%
過去 6 ヶ月平均売買高:	501,040	CT TNHH Đầu tư DT&T	6.10%
外国人投資家保有率	11.5%	Trần Hùng Giang	5.87%

業界分析:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA

Tuntc@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức

ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 18,000 VND

損切り値: 12,650 VND

評価

BSC は FCFE 及び PE 方法に基づく、ELC 株の理論株価を 1 万 8,750VND/株と評価し、ELC の投資評価を「買い」と推奨しております。BSC は ELC の 2021 年及び 2022 年業績をそれぞれ、前年比+52.2%、同+52%増となり、2022 年の P/E fw を 10.6x と期待しております。

2021 年業績予測

BSC は 2021 年には、ELC の収入及び税引後利益をそれぞれ前年比 +37.3%増の 1 兆 1,010 億ドン、同+52.2%増の 480 億ドン、EPS を 888VND/株、PEfw を 16.1x と期待しております。

BSC は 2022 年には、ELC の収入及び税引後利益をそれぞれ前年比 +42.6%増の 1 兆 5,700 億ドン、同+52%増の 740 億ドン、EPS を 1,350VND/株、PEfw を 10.6x と期待しております。

投資観点

ELC のシェアがスマート交通業事業のトップ2となり、2021 年及び 2022 年業績をそれぞれ前年比+52.2%、同+52%増となると期待しているのは政府が道路インフラのスマート交通への投資を強化することから由来する。

ELC は 18 Nguyen Chi Thanh に位置する潜在的な土地でオフィスビルを建設している。BSC はこの土地の価値を計上しない。

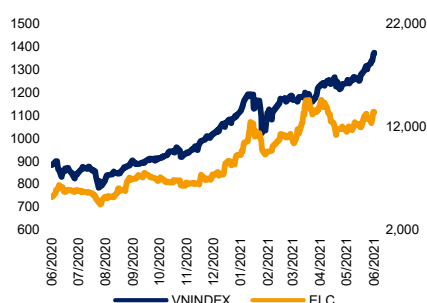
リスク

案件に対して貸倒引当金を繰り入れる

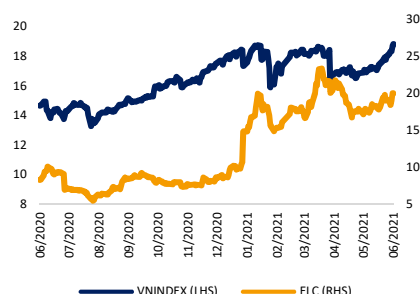
政府、企業の投資政策及び投資実行の進捗に依存する。

企業アップデート

株価の推移



P/E



ELC の 2021 年第 1 四半期業績は売上総利益率の上昇のおかげで大きく成長した。2021 年第 1 四半期には、ELC の収入は前年同期比 -2.2%減の 1,830 億ドンで、年間計画の 20%を達成した。税引後利益は同+134.9%増の 100 億ドンで、年間計画の 26%を達した。

売上総利益率は 19.8%で、前年同期の 12.8%から上昇した。この増加は主に実施した通信及びスマート交通案件から由来した。現在、ELC はいくつかの北部都市でスマート交通案件を展開している。

	2019	2020	Peer	VN-Index
PE (x)	41.9	14.8	19.9	17.9
PB (x)	0.5	0.5	1.3	2.4
PS (x)	0.9	0.6	0.7	2.0
ROE (%)	4%	4%	10%	13%
ROA (%)	3%	4%	4%	2%
EV/ EBITDA (x)	12.7	4.9	10.7	17.3

	2017	2018	2019	2020
売上高	561	412	874	802
売上総利益	140	93	119	135
税引後利益	45	8	30	31
EPS	885	183	590	631
EPS 成長率	-48%	-79%	222%	7%
純借入/株主資本	33%	33%	72%	76%

企業概要

通信電子技術開発投資株有限会社は Elcom 株式会社の前身会社として、1995 年 12 月 15 日に設立された。ELC の主要な事業は通信分野に導入するテクノロジーを研究することです。2003 年には、通信電子技術開発投資株株式会社は資本金の 100 億ドンで設立された。

Elcom 株式会社(ELC)は通信分野に導入するテクノロジーを研する経験及びテクノロジーを自分で開発する能力を得る会社として、2007 年～2012 年期間における通信業界の大きな成長、2015 年～2016 年における短期的な拡大投資から恩恵を受けた。ピックアップ時期には、ELC は Vietnam Mobile 及び Gtel におけるシェアの 100%を占め、Vinaphone の IN システム供給におけるシェアの 90%を占め、Vinaphone 及び Mobiphone の SMSC (Short Message Service Center)におけるシェアの 50%を占め、Viettel におけるシェアの 40%を占めた。

ELC が通信業界に供給している重要なサービス

サービス	内容
IN システム/Convergent billing	プリペイド携帯に向けて通話料金を計算し、通信会社のサービス供給
SMSC システム	アプリまたは他の携帯電話から携帯電話へメッセージの送信を処理する。

呼出音システム	携帯電話を使用している顧客が通常の着信音の代わりに好きな普通音楽か音響効果を選択できるようにします。
通信事業の付加価値製品	EMO Greeting: 国際ローミングサービスを登録するプリペイド携帯電話へ SMS を送信する。 EMO MCA: 不在着信を通知する。携帯電話の電源をオフにすると、電話を掛ける人へ通知する。 EMO Pay Plus: プリペイド式携帯向け電話カードで決済する。

ソース: ELC

しかし、通信業界が低迷した際に、通信サービス供給会社が投資を拡大しなかった。ELC もマイナス影響されたことで、利益が急減した。2018 年～2020 年という困難時期の後、ELC は 2021 年～2025 年期間における新開発戦略を図る。そのうち、ビジネスモデルが下記の通りに変更される。

(1)業績目標: ELC は 2021 年～2023 年期間の収入を 1 兆ドン以上、利益成長率を 10%と計画を設定する。

(2)ビジネスモデルは接続インフラ、プラットフォーム (Platform) 構築、企業及びエンドユーザ向けオンラインサービス開発などの製品の発展を集中している。この製品は以下の通りに顧客セグメンテーションによって再構成される。

B1: 伝統的な製品: 国防安全 – 交通 – 通信

B2: 企業顧客: ニッチ市場でのソフト及びサービス。しかし、現在 ELC がこの分野に関する製品の情報を発表しない。

B3: エンドユーザに向け教育業、医療業に集中する。ISK 製品 (医療)、Colearn 製品 (教育) を実験している。

製品	機能	備考
Co learn	オンライン学習サービス	https://colearn.vn/
ISK	アプリまたは他の携帯電話から携帯電話へのテキストメッセージの送信の処理。	https://www.facebook.com/1sk.vn/

ソース: ELC

現在、B1 グループ(伝統的な製品)の事業活動は 2021 年収入の重要な割合を占めているが、ELC は B2 と B3 グループ(企業顧客向け新製品)からの収入が今後の5年間に総収入の割合の 30~40%を占めるという目標を設定しています。

ELC はグループモデルに基づいて運用されている。これは親会社、4社の子会社及び2社の関連会社がある。

社名	事業	2020 年 12 月 31 日時点の資本金 (10億ドン)	2020 年 12 月 31 日時点の保有率 (%)
Elcom ソフトウェアソリューション株式会社	ソフト作成、技術プロセス設備	15	100
VTs Hai Phong 有限会社	海事管理システムの設定	18.5	65
Elcom Plus 株式会社	付加価値サービス供給	15	92.8
Elcom Prime 株式会社	ソフト作成、電子部品生産	10	70
ベトナムコンピューター・通信株式会社	技術移転コンサルタント	60	35.4
Bac Kan 材料技術株式会社	CNC 材料生産、鋳物の発掘	60	42.9

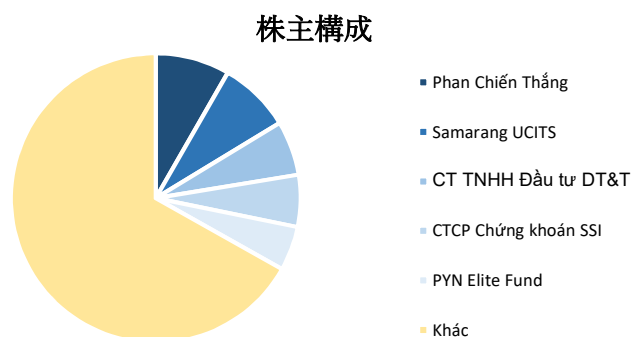
ソース: ELC

株主構成

ELC における管理部の保有率は 36.09%である。注意すべきなのはサイゴン証券株式会社及び Pyn Elite 基金が ELC における株式を売却した。具体的には下記の通りです。

+サイゴン証券株式会社は 2020 年から 58 万株を売却した。現在の保有率が 4.96%である。

+Pyn Elite 基金は 2021 年 3 月に 4,800 株を売却した。現在の保有率が 4.94%である。



ソース: ELC

投資観点

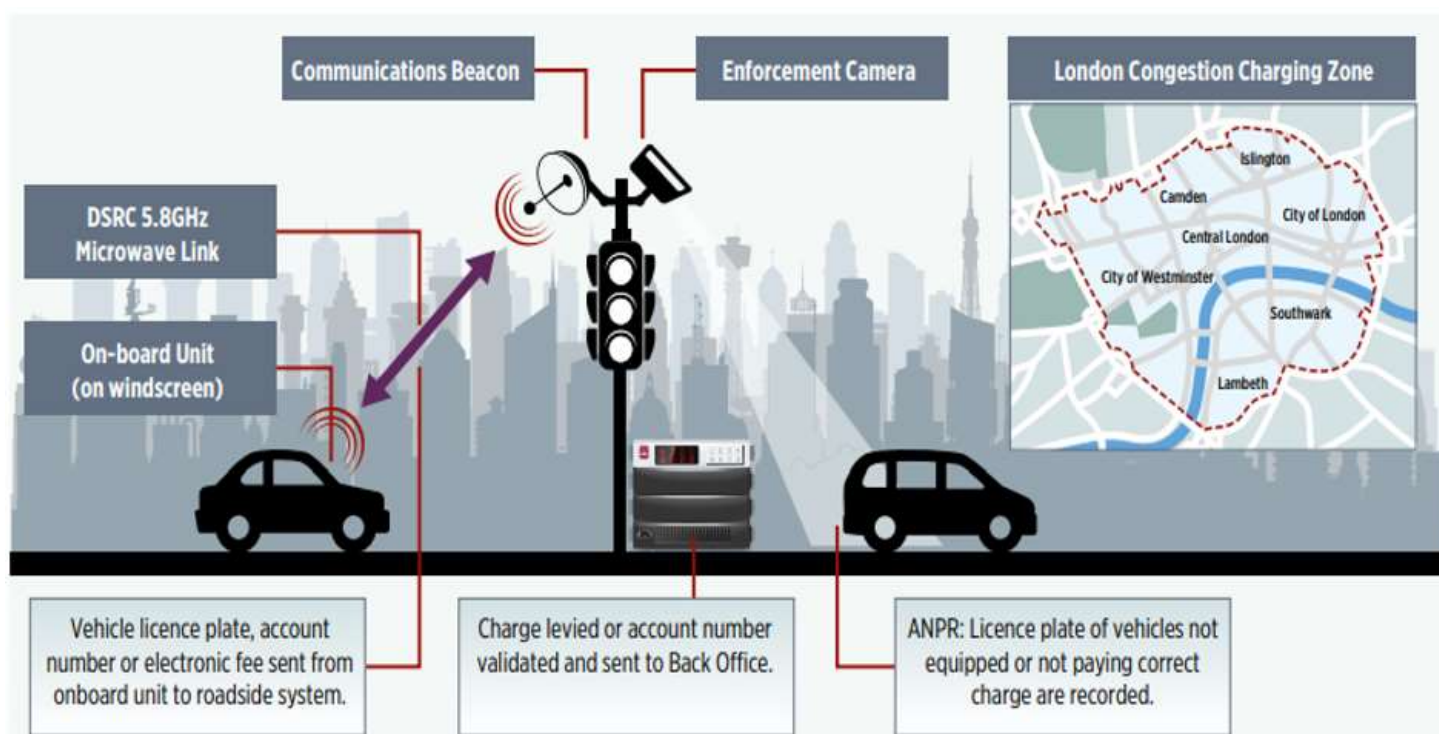
1. ELC がスマート交通事業におけるシェアを占めるトップ2として、次の2年間に業績が大きく成長すると期待されるのは政府が道路インフラへの投資を強化することから由来する。

スマート交通システムについて概要

スマート交通システム (Intelligent Transport Systems – ITS) は交通安全を守り、交通事故を減らす目的として、人と乗り物にソリューション、サービスを提供するための進歩技術科学を導入するシステムである。スマート交通システムの機能は交通監視、処罰監視、公安監視などです。

スマート交通システムの動作原理は交通規則を違反する行為が発生すると、カメラがセンサーからすぐに信号を記録して、車やバイクの登録番号標及び運転者の写真を撮って、データセンターに送るということです。

世界でのスマート交通システムの模倣



ソース: Transport Operations Group at Newcastle University

世界では、スマート交通システムが市内道路、国道だけでなく、スマートシティで装置されている。BSCによると、このシステムがベトナムでさらに投資されるのは下記の要素に基づく。

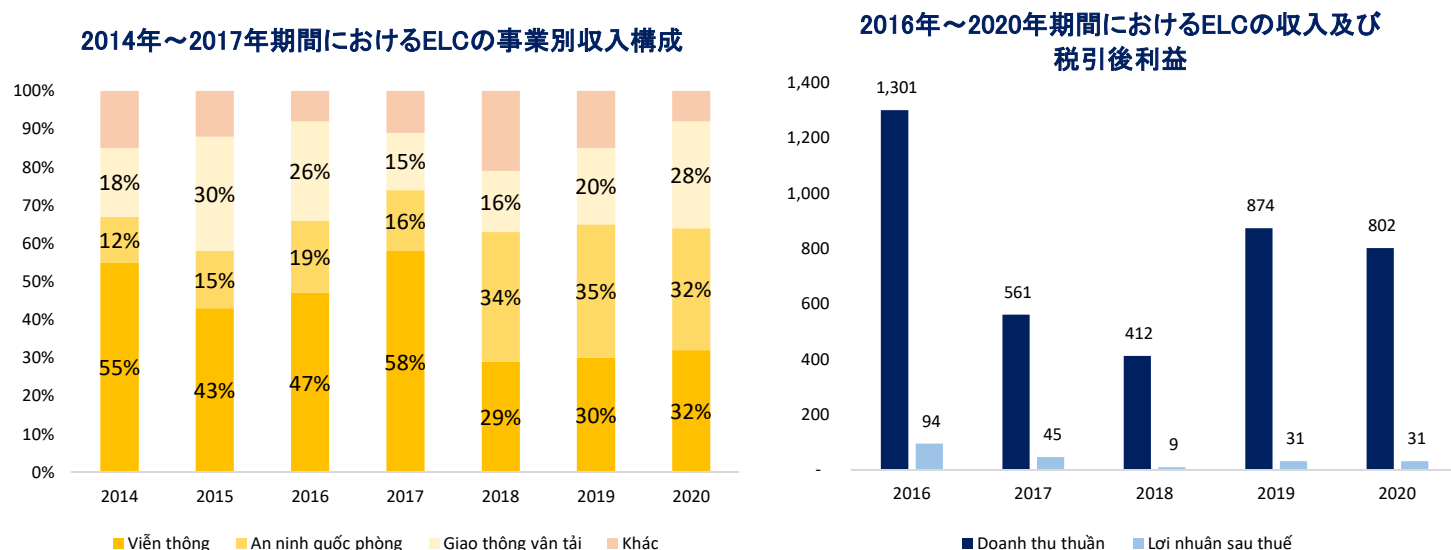
(1) 首相は交通を監視し、違反行為を処理するためのカメラを総費用の 2 兆 1,500 億ドンで設置することを承認した。

+第 1 段階: カメラデータを接続し共有するためにデータセンターに投資額の 8,500 億ドンを投資する。

+第 2 及び 3 段階: 指導情報センターをアップグレードし、ハノイ市及びホーチミン市の公安局及び交通警察署の監視カメラシステムを設置する。総投資額は 1 兆 3,000 億ドンである。

(2) 北南高速道路に属する道路がスマート交通システムを装置するために投資される。テクノロジー競争入札はスマート交通システム、運用監視、自動料金徴収というサービスに集中し、入札の総額が 4 兆ドンである。ELC は入札パッケージの利益率が 10%~15%だと予測しております。テクノロジー案件の競争入札時間は 2021 年第 3 四半期のみ込みである。

BSC の評価によると、(1) 及び (2) 要素に基づく、スマート交通企業は多く競争入札参加機会があり、仕事を増やすことができる。ELC は長年がある企業であり、スマート交通事業で 2 番目に大きな市場シェアを持っているために、近い将来にスマート交通案件の競争入札パッケージに参加する上で大きな利点があるだろう。



ソース: ELC

2. ELC は 18 Nguyen Chi Thanh に設置している潜在的な土地を開発する予定だ。

ELC は子会社を通して、18 Nguyen Chi Thanh に位置する潜在的な土地の保有率を維持している。現在、Media Mart にこの土地をスーパーとして賃貸している。ELC は 25 階建てのオフィスビルの建設手続きを完成している。賃貸からの利益が年間 400~500 億ドンに達すると見込みです。BSC の評価によると、ELC にとって 18 Nguyen Chi Thanh に位置する土地が高価値の隠匿資産なので、賃貸オフィスビルを展開すれば、安定的なキャッシュフローを作る可能性がある。

Nguyen Chi Thanh 通りでいくつかの建物賃貸価格

順番	建物	住所	賃貸価格(\$/m2)
1	TNR Tower	54A Nguyễn Chí Thanh	25\$ – 32\$
2	Tòa M3 – M4	91 Nguyễn Chí Thanh	10\$ – 15\$
3	Tòa M5	91 Nguyễn Chí Thanh	12\$ – 16\$

ソース: BSC 総合

2021 年第 1 四半期の業績アップデ

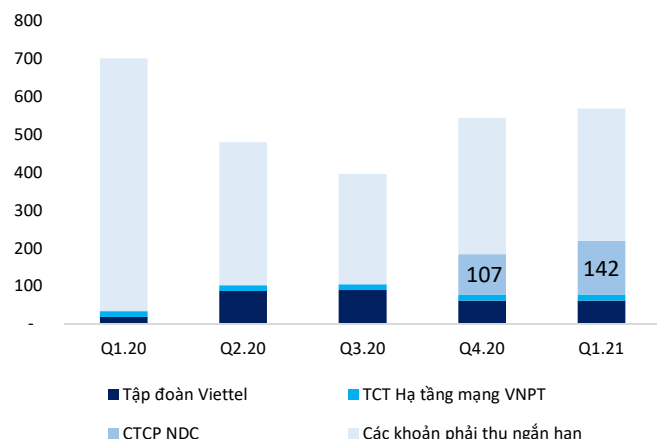
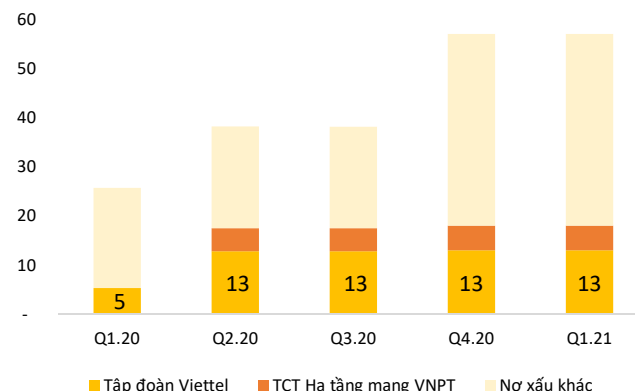
10 億ドン	2021 年 第 1 四 半期	2020 年 第 1 四 半期	前年同 期比 (%) YoY)	評価
売上高	183	187	-2.2%	-2021 年第 1 四半期の売上高は前年同期比-2%減の 1,830 億ドンに達した。BSC は ELC の収入が主に通信事業から由来したと評価しております。
売上総利益	36	23	56%	
売上総利益率	19.8%	12.3%		
販売費用	(10)	(6)	43%	- 売上総利益率は 19.8%で、前年同期の 12.3%から上昇した。スマート交通事業は収入構成における大きな割合を占めていないが、案件からの売上総利益率が高い水準で維持したことで、ELC の収入が改善された。スマート交通事業が 2021 年第 1 四半期の利益に 21%を寄付した。現在、ELC はいくつかの北部都市でスマート交通案件を展開している。
管理費用	(13)	(11)	18%	
販管費/ 売上高	12.7%	9.8%		
EBIT	13	4	225%	- 2021 年第 1 四半期には、ELC は未収金に対して貸倒引当金を繰り入れなかった。
資産運用による収益	1	1	0%	
財務費用	(1)	(1)	0%	
税引前利益	13	5	160%	2021 年下半期の見通し: BSC は ELC が北南高速道路案件のスマート交通パッケージを落札すると期待しております。
税引後利益	10	4	150%	
税引後利益	5.6%	2.3%		
EPS	205	83		

リスク

未収金のリスク(不良債権の貸倒引当金繰入)

BSC は業界の特徴性により、ELC のパートナーが契約を遅く計算するあるいは計算しない場合、不良債権を発生すると注意させております。2020 年には、ELC は Viettel 及び VNPT の 2 つの案件に対して 175 億ドンの貸倒引当金を繰り入れた。未収金総額が 1,046 億ドンで、2019 年の未収金額の 26%、利益の 3.5 倍増と相当した。ELC の代表者によると、VNPT の未収金を繰り入れる必要はなく、Viettel の未収金を回収する可能性は低いだろう。

ELCの顧客別未収金(10億ドン)

繰り入れた不良債権
(10億ドン)

ソース: ELC

予測及び評価

BSC は 2021 年には、(1)スマート交通事業が大きく成長する、(2)2020 年のような不良債権に対して貸倒引当金を繰り入れないということに基づく、ELC の収入及び税引後利益をそれぞれ、+37.3%増の 1 兆 1,010 億ドン、同+55%増の 480 億ドンと期待しております。

ELC の業績予測

単位: 10 億ドン	2020A	2021F	2022F
売上高	802	1,101	1,570
通信	256	295	324
国防安全	256	282	310
スマート交通	224	450	850
他	64	74	85
売上原価	(666)	(922)	(1,310)
売上総利益	135	178	259
売上総利益	16.9%	16.2%	16.5%
純利益	4	3	6
販売費用	(30)	(44)	(63)
販売費用の比率	3.8%	4.0%	4.0%

一般管理費用	(69)	(76)	(108)
一般管理費用の比率	8.6%	6.9%	6.9%
税引前利益	40	62	95
税引後利益	31	48	74
EPS	631	888	1,350

PE 方法: BSC は 2021 年～2022 年間に ELC の業績が急激に成長すると期待として、目標 PE を 17x で使用する。現在、ELC の PE trailing が 19.3x である。

PE 方法	2020	2021F	2022
EPS	628	888	1,350
PE		17	17
合理的な価格		15,100	22,950

DCF 方法:

平均資本コスト	
Rf	4%
Beta	0.5
Ke	10.5%
Kd	9%
E/A	50%
税金	20%
WACC	9.25%
g	4%

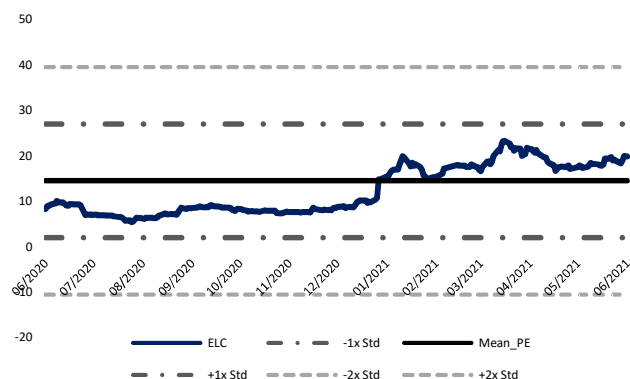
	2021F	2022F	2023F	長期
フリーキャッシュフロー	-15	-128	172	836
現株価	887			
企業価値	1,215			
負債	69			
株主資本	1,146			
流行中株数	51,528			
株価 (VND)	22,300			

	株価	比率	平均株価
FCFF	22,300	50%	11,100

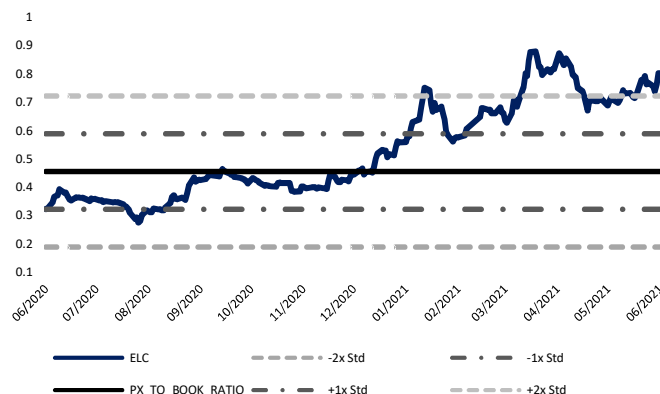
P/E	15,000	50%	7,500
目標株価			18,700
現株価			14,350
Upside			30%

BSC は PE 方法及び FCFF 方法に基づく、VHM の 2021 年理論株価を 1 万 8,750VND/株と評価し、投資評価を「買い」で維持しております。

ELC PE



ELC PB



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	412	874	802	1,101	税引後利益	12	39	41	136
売上原価	(318)	(755)	(666)	(922)	原価償却及び割当て	26	24	12	27
売上総利益	93	119	135	178	流動資本変更	-42	-5	205	42
販売費用	(38)	(36)	(30)	(44)	他の修正	0	0	0	0
企業管理費用	(51)	(53)	(69)	(76)	営業活動からキャッシュフロー	20	59	61	136
営業利益／損失	12	34	39	62	固定資産購入額	-8	-15	-1	0
金融活動収益	10	6	11	12	他の投資額	-33	-49	0	0
金融活動費用	(3)	(3)	(7)	(8)	投資活動からキャッシュフロー	-26	-54	-4	0
借入費用	(2)	(2)	(4)	(5)	配当金	0	0	0	0
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	借入から金額	0	-61	0	30
他の収益	1	4	1	-	他の未収金	0	0	0	0
税引前利益	12	39	41	62	金融活動からキャッシュフロー	0	-61	0	30
法人税額	(3)	(8)	(9)	(14)	初期キャッシュフロー	153	105	43	305
税引後利益	9	31	32	49	中期キャッシュフロー	-45	-61	262	166
少数株主持分	-	1	-	1	最後期キャッシュフロー	106	43	305	471
少数株主利益等控除利益	9	30	32	48					
EPS	183	590	631	888					

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	105	43	305	471	支払能力				
短期投資	40	13	24	24	流動比率	3.5	1.97	1.9	2.66
短期未収金	462	833	643	520	当座比率	2.7	1.5	1.5	2.10
棚卸資産	166	221	232	267	資本構成				
その他流動資産	1	1	1	1	負債比率/総資産	25%	42%	43%	35%
流動資産	776	1,111	1,207	1,283	負債比率/株主資本	33%	72%	76%	55%
有形資産	92	81	67	67	稼働能力				
原価償却	94	112	119	145	棚卸資産回転期間	208	93	124	163.3
建設中非流動資産	2	0	0	0	売掛金回収期間	277	211	283	107.0
長期投資	165	214	213	213	買掛金回収期間	78	121	197	100.0
他の非流動資産	4	3	4	5	現金回転率	407	183	211	156.3
非流動資産	280	302	292	267	利益性				
総資産	1,056	1,413	1,498	1,577	売上総利益率	22.7%	13.7%	16.9%	16.2%
買掛金	64	436	282	424	税引後利益率	2.2%	3.5%	3.9%	4.4%
短期借入	94	46	63	93	ROE	1.1%	3.8%	3.7%	5.6%
他の短期借入	6	3	19	36	ROA	0.9%	2.5%	2.2%	3.2%
短期借入総額	217	563	636	668	評価				
長期借入	42	23	6	9	PE				
他の長期借入	0	0	0	0	PB				
長期借入	45	27	9	9	成長率				
負債総額	263	589	645	492	売上高	-26.6%	112.2%	-8.35%	37.3%
出資金	509	509	509	509	EBIT	-75.3%	186.1%	9.1%	48.7%
株式会社化による資本剰余金	89	89	89	89	税引前利益	-78.1%	213.4%	4.0%	52.0%
未処分利益	141	171	202	244	EPS 成長率	-79.3%	222.4%	2.1%	42.4%
他の株主資本	41	41	41	41					
少数株主持分	10	11	11	11					
株主資本総額	792	823	853	899					
総資本	1,056	1,413	1,498	1,391					
流行中株数	50.6	50.6	50.6	50.6					

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>

