

業界: 電気

**ウィンソンソンヒン水力発電株式会社(HOSE: VSH)
Thuong Kon Tum 水力発電所が原動力となった。**

推奨

現値:	27,700	レポート作成日:	30/09/2021	株主構成	
理論価格:	35,000	流行中株数(100万)	236.2	REE エネルギー有限会社	50.5%
配当率	0%	時価総額(10億ドン)	6,543	PGV	26.7%
上昇率	26.6%	過去10日間平均売買高:	53,870	Samarang UCITS	8.6%
		外国人投資家保有率	11.7%	他	14.2%

業界分析:

Phạm Nguyễn Long
(ユーティリティー業、建材業)

longpn@bsc.com.vn

テクニク分析:

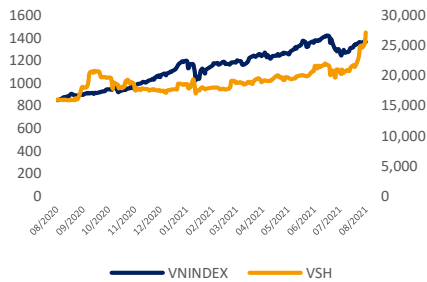
Lê Quốc Trung

trunglq@bsc.com.vn

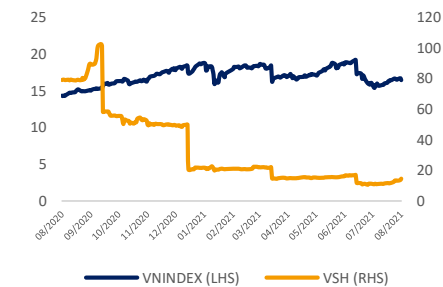
推奨価格:: NA

損切り値: NA

株価の推移



P/E



評価

- BSC は EV/EBITDA 方法に基づく、VSH の 2022 年理論価格を 2021 年 9 月 30 日の 26.6%増の 3 万 5,000VND/株と評価し、VSH 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、VSH の売上高を前年比 359%増の 1 兆 5,630 億ドン、税引後利益を同 101%増の 3,790 億ドン、EPS FW を 1,603 ドン/株と予測しております。この予測は(1)2021 年の発電量が前年比 213%増の 17 億 5,000 万ドンで、そのうち、Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が 8 億 7,000 万 kWh を寄付する、(2)Thuong Kon Tum 水力発電所の 2021 年電気契約販売価格が 1,097VND/kWh に達する可能性があるという仮定に基づく。
- BSC は 2022 年には、VSH の売上高を前年比 16%増の 1 兆 8,130 億ドン、税引後利益を同 11%増の 4,200 億ドン、EPS FW を 1,777 ドン/株と予測しております。この予測は(1)2022 年の発電量が前年比 6%増の 18 億 5,000 万ドンで、そのうち、Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が前年比 20%増の 10 億 4,000 万 kWh を寄付する、(2)Thuong Kon Tum 水力発電所の販売価格を成功に交渉したら、2022 年以後電気契約販売価格が前年比 20%増の 1,316VND/kWh に達する可能性があるという仮定に基づく。

投資観点

- 2022 年中まで順調な水文条件のおかげで、VSH が好調な業績を達する。
- Thuong Kon Tum 水力発電所が VSH の業績に重要な役割を果たす。

投資リスク

- 季節が VSH の生産活動を中断する可能性がある。

企業アップデート

- 2021 年上半期には、VSH の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 656%増の 6,890 億ドン、同 75%増の 2,370 億ドンだった。増収増益は(1)順調な水文条件のおかげで、発電量が前年比+323%増となった、(2)Thuong Kon Tum 水力発電所(220MW)が 2021 年第 2 四半期から稼働し、VSH の発電能力を向上させたことから由来した。
- 2021 年上半期の財務費用が前年同期比 39%増の 1,100 億ドンを達したのは Thuong Kon Tum 水力発電所が 2021 年第 2 四半期には稼働した際に、借入コストを発生したということから由来した。

	2020	2021E	2022F	VN-Index		2019	2020	2021E	2022F
PE (x)	22.2	12.8	11.5	18.3	収入	400	341	1,563	1,813
PB (x)	1.2	1.2	1.2	2.5	売上総利益	197	137	820	905
PS (x)	11.9	3.2	2.7	2.0	税引後利益	159	188	379	420
ROE (%)	6%	10%	10%	13.7	EPS	673	797	1,603	1,777
ROA (%)	2%	4%	4%	2.2	EPS 成長率	-48%	18%	101%	11%
EV/ EBITDA (x)	51.3	8.4	6.8	17.3	負債/株主資本	200%	214%	171%	153%

企業概要

ヴィンソンソンシン水力発電株式会社(VSH)は第 3 電力会社に直属するヴィンソン水力発電所という前身会社で、1994 年に設立した。VSH が 2005 年から株化されて、2006 年からホーチミン証券取引所で上場した。現在、VSH の主要な収入は Vinh Son(66MW)、Song Hinh(70MW)、Thuong Kon Tum(220MW)という 3 つの水力発電所から由来する。

VSH が所有している水力発電所システム

水力発電所	稼働時点	河川システム	発電能力	投資額(10 億ドン)	投資コスト (10 億ドン /MW)
Vinh Son	1994	Song Be	66 MW	N/A	N/A
Song Hinh	2001	Song Hinh	70 MW	N/A	N/A
Thuong Kon Tum	2021	Đak Lo - Ngok Tem	220 MW	9,429	42.9

ソース: VSH, BSC Research

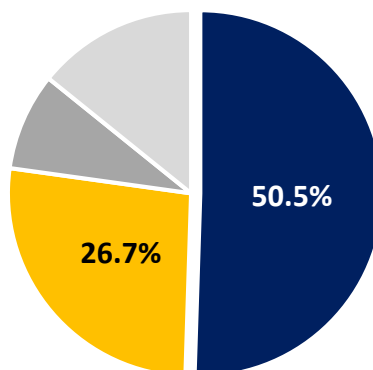
株主構成

ヴィンソンーソンヒン水力発電株式会社の総株数の 85.8%を保有しているのは 3 大口株主なので、株主構成が集中的だと評価される。そのうち、リーエネルギー有限会社というリー冷蔵電気工業株式会社 (REE) の子会社の保有率が 50.5%、第 3 発電総公社 (EVN Genco 3) の保有率が 26.7%、Samarang UCITS 基金の保有率が 8.6%である。

2021 年 5 月には、REE エネルギー有限会社が VHC の 220 万株を購入してから、保有率を 49.5%から 50.5%に引き上げた。2021 年第 2 四半期以後リーエネルギー有限会社の子会社になった。

VSH の株主構成

■ Công ty TNHH Năng lượng REE ■ PGV ■ Samarang UCITS ■ Khác



2021 年上半期の業績アップデート

VSH の 2021 年上半期の業績アップデート

指標 (10 億ドン)	2020			2021			2021 年上半期業績アップデート
	年第 2 四半期	年第 2 四半期	% YoY	年上半期	年上半期	% YoY	
売上高	55 (50)	498 (233)	809% 367%	91 (84)	689 (291)	656% 247%	2021 年上半期の売上高は前年比 656%増の 6,890 億ドンを達したのは (1) 順調な水文条件、(2) Thuong Kon Tum 水力発電所 (220MW) が 2021 年第 2 四半期から稼働し、VSH の 2021 年上半期の発電量に 3,300 億 kWh を寄付した。
売上総利益	5	265	5,283%	7	398	5,352%	
売上総利益率	9%	53%		8%	58%		
財務収入	1	3	126%	1	3	128%	
財務費用	(2)	(110)	5,316%	(3)	(110)	3,912%	
-借入コスト	(0)	(110)	35,314%	(1)	(110)	17,318%	

指標 (10 億ドン)	2020			2021			2021 年上半期業績アップデート
	年第 2 四半期	年第 2 四半期	% YoY	年上半期	年上半期	% YoY	
合併・関連会社関連収益	1	-	-100%	1	-	-100%	2021 年上半期の社外調達量が前年同期比 323%増の 7,450 億 kWh となった。 売上総利益率が前年同期比 58%増となった。この上昇率は 2021 年上半期の発電量が同 323%増となったことで、減価償却費／発電量単位が減少したことから由来した。 2021 年上半期の財務費用が前年同期比 39 倍増の 1,100 億ドンを達したのは 2021 年第 2 四半期に稼動した Thuong Kon Tum 案件の借入コストを発生したことから由来した。
販管費用	(7)	(9)	24%	(10)	(14)	38%	
営業利益	(2)	150	7,582%	(4)	277	7,760%	
他の利益／損失	(0.1)	(0.0)	-97%	0.4	(0.0)	-101%	
税引前利益	(2)	150	7,158%	(3)	277	8,786%	
法人税合計額	-	(15)	N/A	-	(40.1)	N/A	
税引後利益	(2)	135	6,467%	(3)	237	7,528%	
少数株主持分	-	-	N/A	-	-	N/A	
親会社株主利益	(2)	135	6,467%	(3)	237	7,528%	
EPS		542			972		

ソース: VSH, BSC Research

2021 年～2022 年の業績見通し

VSH は 2022 年中まで順調な水文条件のおかげで、好調な業績を達する可能性がある。

ラニーニャ現象が 2022 年上半期まで影響を及ぼすことで、VSH が調達量を高い水準で維持することができる。Columbia 大学の予測によると、ラニーニャ現象が 2022 年上半期まで続く可能性がある。BSC の評価によると、このことのおかげで、水文条件が順調になり、VSH の発電所を含む水力発電事業がベトナム電力公社 (EVN) に今後調達を強化される。

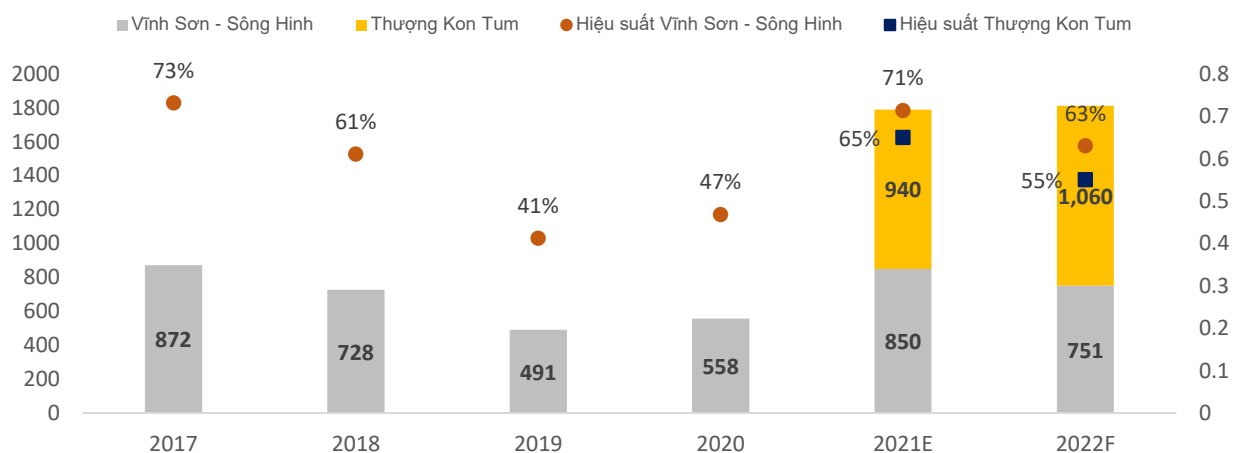
競争電気市場 (CGM) における電気販売価格が低い水準で留まったことのおかげで、VSH が他の発電事業より競争利点がある。2021 年第 1 四半期の CGM 電気価格が 1,100VND/kWh で、2020 年第 4 四半期末より 38%増となった。ラニーニャ現象が起きる年間には、CGM 電気価格が第 1 四半期に過去最高値を更新した後、他の四半期に雨季が来ると、価格が段々下落した。そのために、BSC は VSH の発電所を含む水力発電事業が 2021 年の最低販売価格から恩恵を受けると考えております。

Thuong Kon Tum 水力発電所が VSH の業績に重要な役割を果たす。

Thuong Kon Tum 水力発電所が 2021 年第 2 四半期から稼動したことで、VSH の 2021 年発電量が前年比 208%増となる可能性がある。Thuong Kon Tum 水力発電所は総出力 220MW (発電機 2 基) で、Dak Snghe 川にある貯水池を利用し、年間平均発電量が約 10

億ドンに達する。2021年第2四半期には、Thuong Kon Tum 水力発電所が3億3,000万 kWh を寄付した。BSC の評価によると、2021 年下半期には、この水力発電所の調達量が高い水準で引続き維持するのは 2020 年末から十分な水を蓄積すると共に、水文条件が順調になることから由来する。2021 年下半期の発電量が 5,370 億 kWh を達する可能性があるに従って、2021 年 9 ヶ月の発電量が 8,700 億 kWh を達する可能性がある。VSH の 2021 年総発電量が前年比 213% 増の 17 億 5,000 万 kWh だと予測される。

Thuong Kon Tum 水力発電所が稼働したことのおかげで、VSH の発電量が 2021 年以前に比べて 2.5 倍増となる。



ソース: VSH, BSC Research

2022 年には、BSC は Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が前年比 20% 増なるのは (1) 2022 年上半期には水文条件が順調な状況を引続き維持し、(2) Thuong Kon Tum 水力発電所が 2021 年 9 ヶ月に稼働したが、2022 年に一年中稼働するということから由来する。そのために、Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が前年比 20% 増の 10 億 4,000 万 kWh で、VSH の総発電量が前年比 6% 増の 18 億 5,000 万 kWh だと予測される。

電気契約販売価格を成功的に交渉したら、VSH の業績にプラス影響を与えるだろう。現在、Thuong Kon Tum 水力発電所は電気契約販売価格 1,097 VND/kWh で稼働している。REE という VSH の親会社はベトナム電力公社 (EVN) と Thuong Kon Tum 水力発電所の次の数年電気契約販売価格を交渉している。期待価格が現在価格の 20% 増の 1,316 VND/kWh である。VSH の財務諸表が REE の財務諸表と合併されたことで、これは REE の累積に多少影響する。そのために、BSC は REE が Thuong Kon Tum 水力発電所の為に全てのリソースを利用すると考えております。

電気契約販売価格交渉の仮定で Thuong Kon Tum 水力発電所の 2022 年収入及び税引後利益

単位: 10 億ドン	交渉が成功する場合	交渉が成功しない場合
電気契約販売価格 (VND/kWh)	1316	1097
Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量 (10 億 kWh)	1.04	1.04
2022 年収入 - Thuong Kon Tum 案件	1,369	1,141
2022 年税引後利益 - Thuong Kon Tum 案件	90	(63)

ソース: VSH, BSC Research

交渉が成功する場合、2022 年には発電量が 10 億 4,000 万 kWh、収入が前年比 37%増の 1 兆 910 億ドン、税引後利益が同 199%増の 490 億ドンだと予測される。VSH の 2022 年収入及び税引後利益がそれぞれ、前年比 16%増の 1 兆 8,130 億ドン、同 11%増 4,200 億ドンとなる可能性がある。

業績アップデート

2021 年

BSC は 2021 年には、VSH の売上高を前年比 359%増の 1 兆 5,630 億ドン、税引後利益を同 101%増の 3,790 億ドン、EPS FW を 1,603 ドン/株と予測しております。

- 2021 年の発電量が前年比 213%増の 17 億 5,000 万ドンで、そのうち、Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が 8 億 7,000 万 kWh を寄付し、総発電量の 51%を占める。
- Thuong Kon Tum 水力発電所の 2021 年電気契約販売価格が 1,097VND/kWh であると仮定される。

2022 年

BSC は 2022 年には、VSH の売上高を前年比 17%増の 1 兆 8,130 億ドン、税引後利益を同 11%増の 4,200 億ドン、EPS FW を 1,777 ドン/株と予測しております。この予測は以下の仮定を基づく。

- 2022 年の発電量が前年比 6%増の 18 億 5,000 万ドンで、そのうち、Thuong Kon Tum 水力発電所の発電量が前年比 20%増の 10 億 4,000 万 kWh を寄付する。
- Thuong Kon Tum 水力発電所の販売価格を成功的に交渉しする場合、2022 年電気契約販売価格が前年比 20%増の 1,316VND/kWh に達する。

VSHの2021年～2022年期間業績予測

	2020	2021F	2022F
収入	341	1,563	1,813
Vinh Son – Song Hinh	341	769	722
Thuong Kon Tum	-	794	1,091
売上総利益	137	820	905
売上総利益率	40%	52%	50%
販管費用	(23)	(34)	(41)
財務収入	127	27	31
財務費用	(1)	(340)	(369)
他の利益／損失	-	-	-
税引前利益	236	474	525
税引後利益	188	379	420
EPS	797	1,603	1,777

ソース: VSH, BSC Research

評価

BSCはEV/EBITDA方法に基づく、VSHの2022年理論価格を2021年9月30日の26.6%増の3万5,000VND/株と評価し、VSHの投資評価を「買い」と推奨しております。

評価

単位: 100万 VND	価値
EBITDA 2022F	1,450,182
目標 EV/EBITDA	9.0
企業価値	13,051,636
(+)現金及び現金相当	204,691
(-)負債	4,978,783
株主資本	8,277,545
流行中株数(10万株)	236
合理的な価格(VND/株)	35,045

付録

業績(10億ドン)									
	2019	2020	2021F	2022F		2019	2020	2021F	2022F
売上高	400	341	1,563	1,813	税引後利益	159	188	379	420
売上原価	(203)	(204)	(743)	(908)	原価償却及び割当て	437	555	556	555
売上総利益	197	137	820	905	流動資本変更	(68)	171	(50)	(170)
販売費用	-	-	-	-	他の修正	(340)	(545)	(107)	0
企業管理費用	(23)	(23)	(34)	(41)	営業活動からキャッシュフロー	189	369	777	805
営業利益/損失	178	236	474	525	固定資産購入額	(1,043)	(823)	(9,429)	(25)
金融活動収益	7	127	27	31	他の投資額	51	14	8,791	-
金融活動費用	(5)	(6)	(340)	(369)	投資活動からキャッシュフロー	(992)	(809)	(637)	(25)
借入費用	(1)	(1)	(340)	(369)	配当金	-	-	-	(236)
合併・関連会社関連収益	1	1	-	-	他の未収金	717	383	(95)	(394)
他の収益	0	(0)	-	-	金融活動からキャッシュフロー	717	383	(95)	(630)
税引前利益	178	236	474	525	初期キャッシュフロー	157	71	15	59
法人税額	(19)	(47)	(95)	(106)	中期キャッシュフロー	(86)	(56)	44	150
税引後利益	159	188	379	420	最後期キャッシュフロー	71	15	59	209
少数株主持分	-	-	-	-					
少数株主利益等控除利益	159	188	379	420					
EBITDA	256	196	1,224	1,419					
EPS	745	913	1,603	1,777					
バランスシート(10億ドン)					指数(%)				
	2019	2020	2021F	2022F		2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	71	15	59	209	支払能力				
短期投資	35	35	35	35	流動比率	0.1	0.1	0.1	0.1
短期未収金	218	211	293	405	当座比率	0.1	0.0	0.1	0.1
棚卸資産	105	101	139	193	資本構成				
その他流動資産	10	1	-	-	負債比率/総資産	0.6	0.6	0.5	0.5
流動資産	440	363	526	842	負債比率/株主資本	1.7	1.7	1.4	1.2
有形資産	3,091	3,120	12,548	12,573	稼働能力				
原価償却	(2,526)	(2,610)	(3,047)	(3,603)	棚卸資産回転期間	311	184	59	67
建設中非流動資産	8,021	8,791	-	-	売掛金回収期間	250	230	59	70
長期投資	12	-	-	-	買掛金回収期間	365	577	144	134
他の非流動資産	11	12	12	13	現金回転率	196	(163)	(27)	3
非流動資産	8,609	9,314	9,513	8,984	利益性				
総資産	9,049	9,676	10,039	9,826	売上総利益率	49%	40%	52%	50%
買掛金	512	566	670	664	税引後利益率	40%	55%	24%	23%
短期借入	414	772	733	696	ROE	5%	6%	10%	10%
他の短期借入	17	13	22	25	ROA	2%	2%	4%	4%
短期借入総額	5,900	6,346	6,064	5,668	評価				
長期借入	4,957	4,996	4,639	4,282	PE	26.4	22.2	12.8	11.5
他の長期借入	0	0	-	-	PB	1.3	1.2	1.2	1.2
長期借入	4,957	4,996	4,639	4,282	成長率				
負債総額	5,900	6,346	6,064	5,668	売上高	-29%	-15%	359%	16%
出資金	2,062	2,062	2,362	2,362	EBIT	-48%	32%	243%	10%
株式会社化による資本剰余金	6	6	6	6	税引前利益	-48%	32%	101%	11%
未処分利益	696	877	1,256	1,440	EPS	-48%	23%	101%	11%
他の株主資本	384	384	356	356					
少数株主持分	-	-	-	-					
株主資本総額	3,149	3,330	3,975	4,158					
総資本	9,049	9,676	10,039	9,826					
流行中株数	206	206	236	236					

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>

