

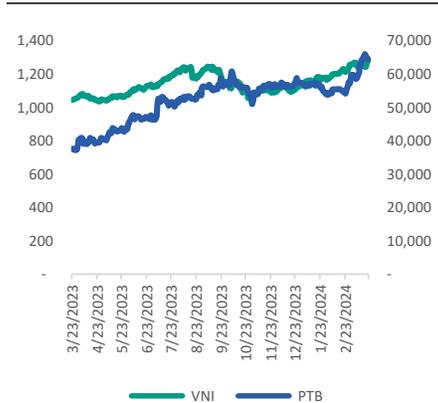
推奨 買い フータイ株式会社 (HSX: PTB) 材木輸出の回復への期待

現値:	62,700	レポート作成日:	27/03/2024	株主構成	
前理論価格:		流行中株数(100万)	67	Le Vy	13.48%
新理論価格:	78,000	時価総額(10億ドン)	4,42	Le Van Thao	8.69%
配当率:		過去6ヶ月平均売買高	2.1	Nguyễn Sỹ Hòe	6.26%
上昇率:	23%	外国人投資家保有率	22.6%		

業界分析:

Trần Lâm Tùng,
(水産、繊維・アパレル、テクノロジー)
Tungtl@bsc.com.vn

株価の推移



評価

BSC は 下記のを基づく、PTB の理論価格を 2024 年 3 月 27 日の終値比 23%増の 7 万 8,000VND/株と評価し、PTB の投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) BSC は(1)米国の不動産市場及ぶ消費が段々活発になっている背景には、2024 年下半年期~2025 年期間に材木輸出事業が回復する、(2)Phu Tai Central Life 案件が 2025 年に特別な利益を与えるポテンシャルがあると期待しております。
- (2) BSC は 2024 年目標 P/E を 2021 年の P/E と相当する 9.5x で利用している。原因は(1)2021 年に利益率が前年比+44%に達した、(2) 2021 年には、PTB が回復周期に入って、Phu Tai Residence 案件を販売開始したということから原油した。

投資観点

- (1) (ア)不動産市場が段々回復している、(イ)2024 年~2025 年期間に消費活動が再び活発になるという背景には、2024 年下半年期~2025 年期間に家具用材木事業が回復すると期待されている。
- (2) 2025 年に、Phu Tai Central Life 案件が販売開始される見込みです。これは特別な利益をもたらすと期待されている。

業績予測

2024 年には、BSC は PTB の売上高を前年比+13%増の 6 兆 2,880 億ドン、少数株主利益等控除後利益を同+30%増の 3,790 億ドンと予測しております。

2025 年には、BSC は PTB の売上高を前年比+22%増の 7 兆 6,710 億ドン、少数株主利益等控除後利益を同+44%増の 5,470 億ドンと予測しております。

リスク:

- (1) 米国市場では、家具やタイルの需要が期待より低い。
- (2) 国内市場での需要期待より低い。

(3) PTB の不動産案件が期待より遅く計上される。

	2023	2024 F	2025 F	Peer	VNI		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	13	11.5	8	14	14.8	売上高	6,887	5,619	6,288	7,671
PB (x)	1.6	1.4	1.2	2.1	1.9	売上総利益	1,540	1,152	1,365	1,670
ROE (%)	10%	12%	15%	16%	12.4%	少数株主利益等 控除利益	487	292	379	547
ROA (%)	6%	7%	8%	8%	2.1%	EPS	7,284	4,371	5,668	8,177
						EPS 成長率	-5%	-40%	30%	44%

I. 企業アップデート

PTB の 2023 年第 4 四半期及び 2023 年の業績

PTB_10 億ドン	Q4.2022	Q4.2023	% YoY	2022	2023	% YoY
売上高	1,723	1,548	-10%	6,887	5,619	-18%
宝石製品	510	484	-5%	1,712	1,778	4%
材木製品	773	783	1%	3,384	2,785	-18%
自動車	356	232	-35%	1,261	877	-30%
不動産	47	19	-61%	406	58	-86%
自動車修理サービス	34	24	-29%	109	108	-1%
他のサービス	5	7	34%	18	13	-31%
売上総利益	334	291	-13%	1,541	1,152	-25%
売上総利益率	19%	19%	-1%	22%	21%	-2%
宝石製品	29%	27%	-1%	29%	29%	0%
材木製品	19%	17%	-2%	23%	20%	-3%
自動車	4%	3%	0%	4%	2%	-2%
不動産	43%	30%	-13%	42%	36%	-6%
自動車修理サービス	27%	21%	-6%	21%	23%	1%
他のサービス	n/a	78%	n/a	55%	80%	24%
金融活動事業による収入	12	8	-31%	45	30	-33%
財務費用	(57)	(32)	-45%	(171)	(143)	-16%
借入コスト	(24)	(27)	13%	(114)	(117)	3%
関連会社からの損益	-	(7)		-	(7)	
販売費用	(134)	(127)		(562)	(439)	-22%
管理費用	(70)	(52)	-26%	(236)	(206)	-13%
経営活動事業からの利益	85	82	-4%	616	386	-37%
他の収入	(3)	(18)	494%	(74)	(39)	-48%
税引前利益	90	70	-22%	611	365	-40%
法税	(13)	(18)	38%	(109)	(71)	-35%
税引後利益	77	52	-32%	502	294	-41%
少数株主持分	1	0	-66%	15	2	-88%
少数株主利益等控除利益	75	52	-31%	487	292	-40%
純利益率	4%	0%	-4%	7%	5%	-2%

2023年第4四半期の業績評価: 収入の下げ幅は縮小された。

(1) 売上高は前年同期比-10%減となった。原因は下記の通りです。

- (i) 2023年第4四半期には、自動車や不動産の購入需要が弱かったことで、自動車販売事業、修理サービス、不動産事業による収入はそれぞれ、前年同期比-35%減、同-29%減、同-61%減となった。
- (ii) 一方、材木製品経営事業は回復シグナルを見せていた。先ずは、2023年第4四半期の材木輸出による収入は前年同期比-1%減の7,260億ドン、3つの前四半期比下げ幅を縮小した。米国市場での家具用材木製品の消費量が第4四半期に回復したという原因となった。

(1) 少数株主利益等控除利益は前年同期比-31%減となった。原因は材木製品事業による売上総利益率は17.2%で、前年同期の19.4%から-2.2%低下したということのためだ。

2023年業績: 一般的には、PTBの2023年業績はあまり好調ではなかった。輸出市場と国内市場も弱い需要がほとんどのPTBの事業に影響を与えたことで、売上高及び少数株主利益等控除利益はそれぞれ、前年比-18%、同-40%減となった。

II. 投資観点

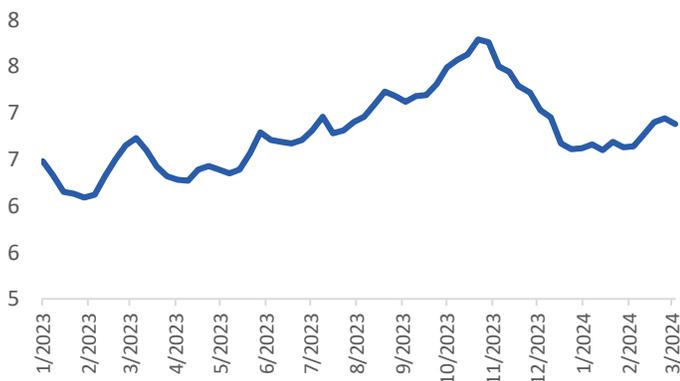
2024年及び2025年の家具用材木製品事業はそれぞれ、前年比+13%、同+19%増となると予測されている。

1. 2024年～2025年期間には家具用材木製品の需要は回復する。

(1) (ア)住宅ローンの30年間基準貸付利率は2023年第4四半期に最高値を記録した。2024年には、FEDが利下げを実施する時、FRBが金利を引き下げるに従って、貸付金利が低下する、(イ)2023年第2四半期から新築住宅建設許可件数が回復傾向を維持したことで、2024年下半年～2025年期間に新築住宅数が増加すると予想される。

住宅ローンの30年間基準貸付利率は2023年第4四半期に最高値を記録した。

米国市場における新築住宅建設許可件数が増加するのは2024年に供給源をサポートする。



ソース: Freddie Mac

ソース: Fred

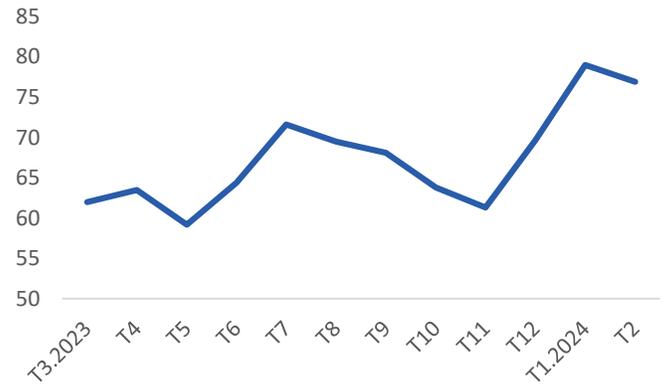
(2) (1)インフレ率が低下する、(2)消費者信頼感指数が上昇するという要素を基づく、米国市場での消費は回復すると期待されている。しかし、家具が生活必需品なので、BSCは米国の家具が2024年末～2025年期間に大きく回復すると期待しております。

米国のインフレ率は低下傾向を維持した。



ソース: Fred

米国人の消費者信頼感指数は2024年初に大きく上昇した。

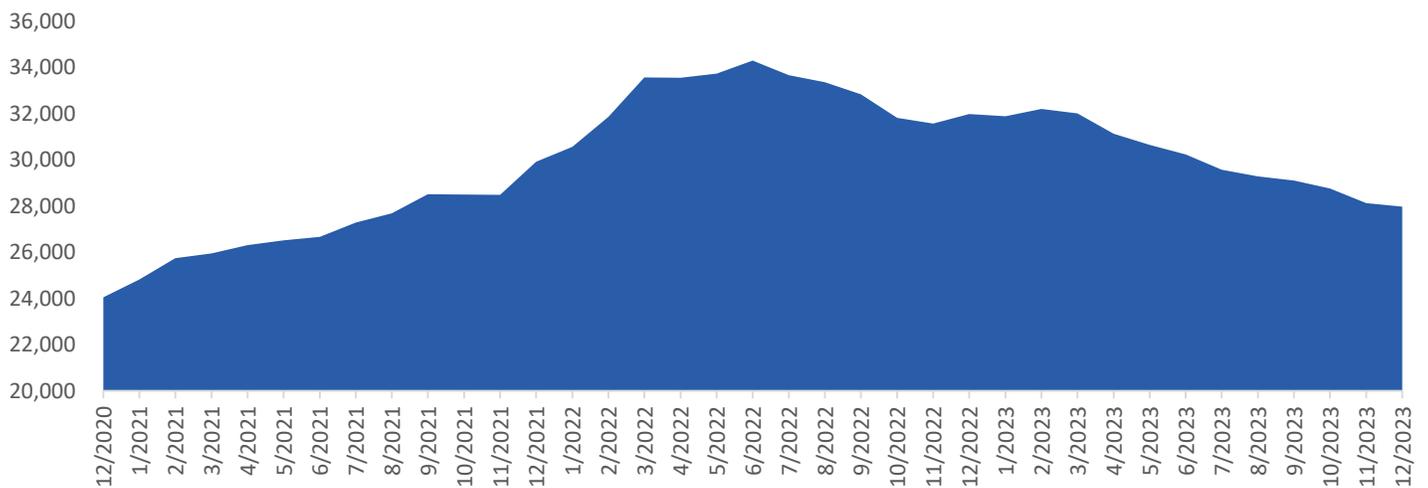


ソース: Trading Economics

2.米国の家具の在庫量は2023年末に大幅に減少した。

米国では、2023年12月の家具の在庫額は前年同期比-13%減、前月比-1%減の27兆9,730億ドンとなった。原因は(1)家具販売代理店が2023年6月から在庫品を厳しく管理し、割引した、(2)2023年下半年から米国市場の需要が回復したということのためだ。BSCは2024年上半期には、在庫量が減少するとともに、需要が高まっている背景には、米国での販売代理店が再び在庫すると信じております。これはPTB及び他の企業の受注量をサポートする。

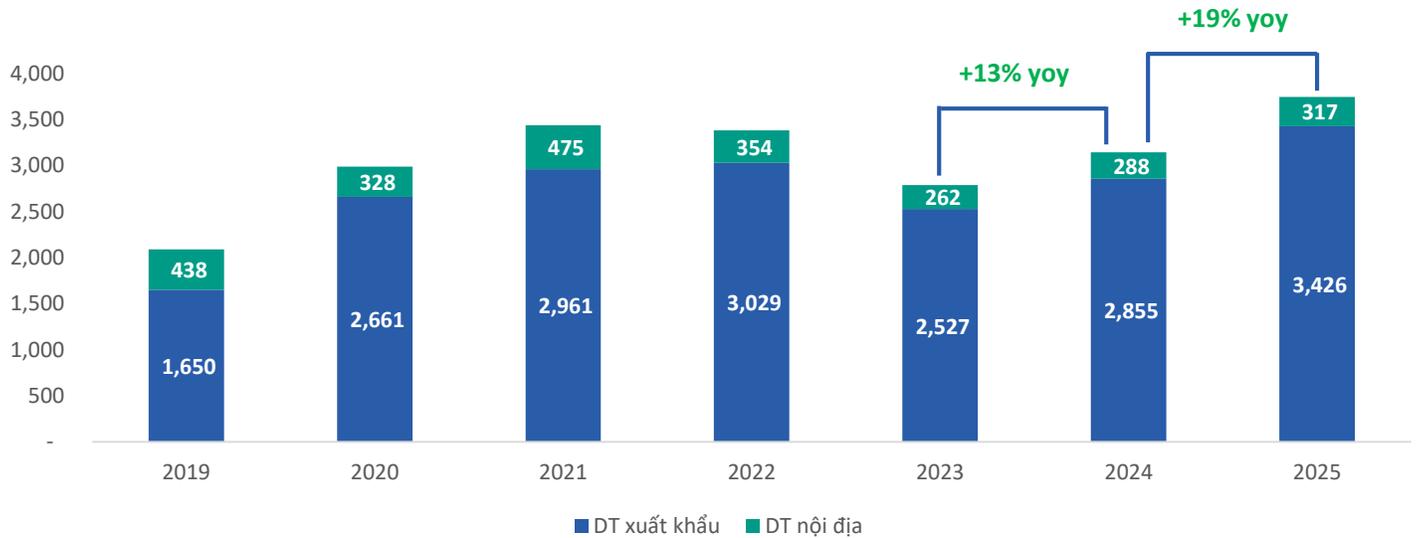
2023年12月の米国家具の在庫額は前年同期比-13%減、前月比-1%減の27兆9,730億ドンとなった。



ソース: Fred

2024年2ヶ月には、PTBの材木輸出額は前年同期比+4%増の1,940億ドンに達した。Ashley Furniture、Yaraghi、Gigacloud Tradingなどの米国での顧客の受注量から由来した。PTBの管理部は材木輸出額が2022年の最高値と相当するレベルに戻すと期待しております。BSCは材木事業の回復兆しと共に、2024年及び2025年の材木事業による収入がそれぞれ、前年比+13%増、同+19%増となると期待しております。

材木輸出回復のおかげで、PTBの2024年及び2025年の材木事業による収入はそれぞれ、前年比+13%、同+19%増となると期待されている。

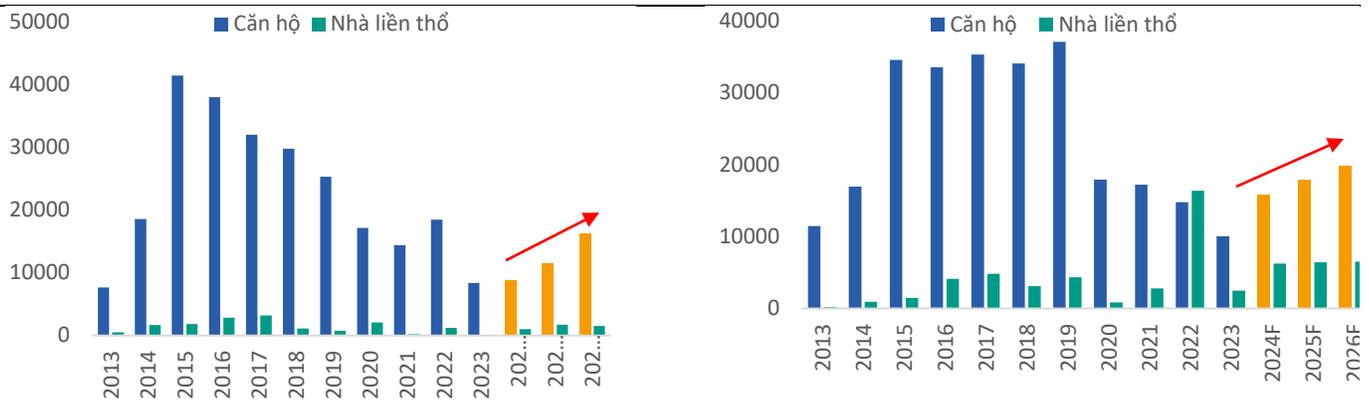


ソース: BSC 予測

2024年には、宝石事業は国内市場の収入が前年比+10%増、輸出市場の収入が同+10%増となる。具体的には、

1. 国内不動産市場が回復していることで、市場がタイルの需要が高まっている。そのために、国内市場の2024年収入は前年比+10%増となると期待されている。
 - (1) 住宅法(改正)、不動産経営法(改正)及び土地法(改正)は可決されるのは法律を完成し、案件を開発する。
 - (2) 2024年に一般的金利が引き下げられるのは不動産の購入または建設需要をサポートしている。

ハノイ及びホーチミン市におけるアパート及び個人住宅の供給源は 2024 年に回復する。



ソース: CBRE

- 2024年の輸出市場の収入は前年比+10%増となる。(1)米国不動産市場が回復する、(2)輸出市場における展示会に積極的に参加していることのおかげで、PTBの顧客が拡大される、(3)米国で貿易保証法が緊密になっている背景には、PTBが自主的な投入原材料のおかげで、産地を調べることができ、魅力的な販売価格を維持することができるだろう。

2025年に、Phu Tai Central Life 案件が販売開始される見込みです。これは特別な利益をもたらすと期待されている。

Phu Tai Central Life 案件は総投資額が 5,290 億ドン、面積が 2920 平方メートル、380 戸のアパートを含む。これらのアパートは 2025 年下半期に引渡される見込みで、特別な利益を計上する。

Phu Tai Central Life は Qui Nhon 市における好立地で位置する。



ソース: PTB

Phu Tai Central Life のショップハウスの地盤が完成された。



ソース: PTB

吸収率が高い。

- (1) Qui Nhon 市の中心に位置し、海側に向かって、周りに学校、スーパーマーケット、病院などの施設がある、
- (2) PTB が消費者の住宅需要に満たす、
- (3) 引渡しの後、借りてが土地使用権証明書を取得できるという利点のおかげで、2024 年の最初販売開始期には、案件の 30%を占める 121 アパートがほとんど販売された。

III. 業績予測

2024年には、BSCはPTBの売上高を前年比+13%増の6兆2,880億ドン、少数株主利益等控除後利益を同+30%増の3,790億ドン、2024年のEPS FWを5,722ドン/株、2024年のP/E FWを11.5xと予測しております。2025年には、BSCはPTBの売上高を前年比+22%増の7兆6,710億ドン、少数株主利益等控除後利益を同+44%増の5,470億ドン、2024年のEPS FWを8,177ドン/株、2025年のP/E FWを8xと予測しております。

1. 家具需要の回復のおかげで、家具需要2024年及び2025年の材木製品事業はそれぞれ、前年比+13%、同+19%増となると予測されている。
2. 2024年には、不動産市場が回復すると共に、PTBがは米国への輸出顧客ベースを拡大することのおかげで、宝石事業は国内市場の収入が前年比+10%増となる。
3. 2024年及び2025年の不動産事業による収入は(1)Phu Tai Residence 案件が2024年に計上する、(2)Phu Tai Central Life 案件が2025年に販売開始する見込みです。
4. 材木輸出量が回復すると、材木事業による収入が増加する。2024年及び2025年の売上総利益率はそれぞれ、前年比+1.2%増の21.7%、同+0.1%増の21.8%となると予測されている。
5. (ア)不動産市場が段々回復している、(イ)2024年～2025年間に消費活動が再び活発になるという背景には、2024年下半年～2025年間に家具用材木事業及び宝石事業が回復すると期待されている。
6. 2025年に、Phu Tai Central Life 案件が販売開始される見込みです。これは特別な利益をもたらすと期待されている。

BSCの業績予測

単位	2023年	2024年の推定	2025年の推定	2024年 (前年同期比)	2025年 (前年同期比)
10億ドン					
売上高	5,619	6,288	7,671	12%	22%
材木製品	2,785	3,143	3,743	13%	19%
宝石製品	1,778	1,956	2,151	10%	10%
トヨタ自動車	877	899	944	3%	5%
不動産	58	164	701	183%	327%
自動車修理	108	114	119	5%	5%
その他	12	12	12	0%	0%
売上総利益	1,152	1,365	1,670	18%	22%
売上総利益率	20.5%	21.7%	21.8%		
販売費用	(439)	(516)	(629)		
販売費用率	7.8%	8.2%	8.2%		
管理費用	(206)	(231)	(281)		
管理費用率	3.7%	3.7%	3.7%		
財務費用	(143)	(154)	(176)		
借入コスト	(117)	(123)	(141)		
税引前利益	365	473	682	30%	44%

税引後利益	294	382	550	30%	44%
少数株主利益等控除利益	292	379	547	30%	44%
EPS	4,371	5,668	8,177	30%	44%

ソース: BSC 予測

IV. 評価及び推奨

BSC は 下記のを基づく、PTB の理論価格を 2024 年 3 月 27 日の終値比 23%増の 7 万 8,000VND/株と評価し、PTB の投資評価を「買い」と推奨しております。

- (1) BSC は(1)米国の不動産市場及び消費が段々活発になっている背景には、2024 年下半期～2025 年間に材木輸出事業が回復する、(2)Phu Tai Central Life 案件が 2025 年に特別な利益を与えるポテンシャルがあると期待しております。
- (2) BSC は 2021 年の P/E と相当する 2024 年目標 P/E=9.5x で利用している。原因は(1)2021 年に利益率が前年比+44%に達した、(2)2021 年には、PTB が回復周期に入って、Phu Tai Residence 案件を販売開始したということから原油した。

評価

P/E 方法	価値
EPS 2025	8,177 VND
目標 P/E= 9x	9.5
P/E 方法による適当な価値 (ドン/株)	78,000

PTB は 2025 年の P/E=8x で取引している。



付録

業績(10億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
売上総利益	6,492	6,887	5,619	6,288	7,671
販売費用	(5,039)	(5,346)	(4,466)	(4,923)	(6,000)
売上総利益	1,453	1,540	1,152	1,365	1,670
財務による収入	61	45	30	54	144
財務費用	(120)	(171)	(143)	(154)	(176)
借入コスト	(99)	(111)	(117)	(123)	(141)
合併・関連会社関連収益	-	-	(7)	(7)	(7)
販売費用	(550)	(563)	(439)	(516)	(629)
販管費用	(205)	(233)	(206)	(231)	(281)
営業損益	638	619	386	512	721
他の収益	(11)	(73)	(39)	(39)	(39)
税引前利益	650	614	365	473	682
法人税額	(125)	(112)	(71)	(92)	(132)
税引後利益	526	502	294	382	550
少数株主持分	14	15	2	2	3
少数株主利益等控除利益	512	487	292	379	547
EPS	7,651	7,284	4,371	5,668	8,177

バランスシート(10億ドン)	2020	2022	2023	2024F	2025F
現金及び現金相当	136	272	428	1,177	2,122
短期投資	54	27	20	20	21
短期未収金	929	793	923	724	883
棚卸資産	1,859	1,757	1,466	1,496	1,526
他の短期資産	202	206	146	188	229
短期資産	3,180	3,055	2,983	3,605	4,781
長期売掛金回収	24	28	27	25	31
固定資産取得原価	3,184	3,379	3,411	3,445	3,479
減価償却	(1,404)	(1,583)	(1,671)	(1,909)	(2,151)
投資資産原価	-	6	6	5	5
減価償却	-	(0)	(0)	(0)	(0)
建設中長期資産	113	38	14	-	-
長期資産	15	15	256	256	256
他の長期資産	319	301	280	275	335
長期資産	2,251	2,183	2,323	2,096	1,954
総資産	5,431	5,238	5,306	5,701	6,736
買掛金	1,045	834	807	732	862
短期借入	1,620	1,476	1,556	1,620	1,975
短期借入総額	2,665	2,310	2,363	2,352	2,837
長期借入	358	152	113	152	152
他の長期借入	17	15	19	4	4
長期借入総額	376	167	132	156	156
負債総額	3,040	2,477	2,495	2,508	2,993
出資金	486	680	669	669	669
株式会社化による資本剰余金	24	24	-	-	-
他の株主資本	1,275	1,490	1,636	1,636	1,636

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
税引後利益	650	614	365	473	682
原価償却及び割当て	276	279	241	239	241
流動資本変更	(639)	(47)	333	45	(166)
他の調整	(128)	(111)	(142)	(85)	(125)
営業活動からキャッシュフロー	160	735	797	673	632
固定資産購入額	(881)	(493)	(618)	(19)	(34)
他の投資	146	73	(254)	(8)	(8)
投資活動からキャッシュフロー	9	1	5	(27)	(41)
配当金	-	-	-	-	-
借入から金額	272	(352)	(2)	103	355
他の未収金	71	(425)	(411)	-	-
投資活動からキャッシュフロー	-	-	-	103	355
初期キャッシュフロー	168	136	272	428	1,177
中期キャッシュフロー	(32)	137	157	749	946
最後期キャッシュフロー	136	272	428	1,177	2,122

指数	2021	2022	2023	2024F	2025F
支払能力					
流動比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.7
当座比率	0.4	0.5	0.6	0.8	1.1
資本構成					
借入/総資産	56%	47%	47%	44%	44%
借入/株主資本	127%	90%	89%	79%	80%
稼働能力					
売掛金回収期間	135	120	120	111	93
買掛金回収期間	52	42	60	42	42
利益性					
売上総利益率	22%	22.4%	20.5%	21.7%	21.8%
税引き後利益	8%	7%	5%	6%	7%
ROE	21%	18%	10%	12%	15%
ROA	9%	9%	6%	7%	8%
成長率					
売上高	16%	6%	-18%	12%	22%
EBIT	36%	-3%	-33%	24%	38%
税引前利益	41%	-6%	-40%	30%	44%
EPS	43%	-5%	-40%	30%	44%
流行中株数(100万)	67	67	67	67	67

2024年3月27日 – HSX: PTB

未処分利益	535	493	453	832	1,379	簿価	35,73	41,27	42,02	47,72	55,95
							6	4	1	4	3
少数株主持分	70	74	53	56	59						
株主資本総額	2,391	2,761	2,811	3,193	3,743						
総資本	5,431	5,238	5,306	5,701	6,736						

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/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

