

推奨: **観察**

Vương Chí Tâm (PTCB)

tamvc@bsc.com.vn

目標価格	9,837
終値	7,900
Upside	24.5%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

目標価格	N/A
売値	N/A

市場のデータ

流行株数(100万株)	73.20
時価総額(10億ドン)	725
52週間の最高値	14,300
10日の平均売上高(株)	102,986

大口株主(%)

Cao su Đắk Lắk	66.60%
Nguyễn Thị Hải	0.66%
Nguyễn Thị Minh Thuận	0.48%
Văn Đức Lư	0.27%

値の動き



企業概要

現在、DRIはラオスとカンボジアでゴムを開拓することを集中している。それで、人件費及び賃料が安くなる

他のレポート

[\(link\)](#)

輸出の成長

価格算定

BSCはP/E算定方法で、DRIの目標価格を9,837ドン/株（2018年6月5日の終値より24.5%増）と算定して購入を推奨する。現在、DRIのP/Eは3.95 x である、業界の平均の7.43 x より低かった。

業績予測

BSCの予測によると、2018年の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比2.8%増の6,040億ドン、同比29.2%減の1,020億ドンと見込みだ。2018年のEPSが1,324ドン/株である。仮定は（1）平均販売価格が3,280万ドン/ヘクタールとなり、（2）収穫面積が前年比6%増の8,246ヘクタールとなり、（3）消費量が前年比0.02%増の18,500 t となるということだ。

事業傾向

- ・ 植木の年齢が若くて、ラオスでの労働コストが安い
- ・ 2018年9月前に、DakrucoはDRIにおける株式保有比率を51%に引き下げる。

投資リスク

ゴム価格の変動

投資論点

2018年の消費量は前年比0.09%増で18,500 t と見込まれた。今年、400ヘクタールを追加開拓する予定がある。

DRIは輸出量を30%に上げる計画。2017年に、生産量の9.52%のみが輸出された、残りは国内で消費された。2018年に、アメリカやドイツなど新市場へ輸出すること及びDakrucoの顧客への販売は強化される。従って、企業の計画が実行する可能性があると評価しております。

平均販売価格は前年比4.3%減の3,280万 t / トンと見込まれた。世界のゴム価格は今年に5%~8%に下がって、ゴム企業が販売価格を引き下げると期待された。

ダクラクでのバナナ栽培プロジェクトは総投資額が660億ドンとなる見込みだ。2018年~2019年に、156ヘクタールの面積でバナナを栽培する予定がある。資本金は主に自己資本の200億ドンと税引後利益の210億ドンから来る。予測によると、2019年からバナナを収穫できる、売上高を計上し始め、返済期間が2年と見込みだ。

農業開発のため清潔な土を探すことを狙いで、Thuan Anコーヒー会社を買収する計画がある。生産経営活動を支配するためにその会社の資本金50%と相当する株式を買収する計画。

2018年計画。売上高と税引後利益がそれぞれ前年比7.4%増の6,250億ドン、同比21.5%減の1,130億ドンと見通す。2018年配当は額面比10%予定。DRIはホーチミン証券取引所に移動する計画がある。

2017年好調な業績。2017年に、売上高と税引後利益はそれぞれ前年比46.4%増の5,868億ドン、同比444.9%増の1,528億ドンとなった。利益の急増は収穫量と平均価格がそれぞれ前年比17.5%増、25.9%増となったから来た。

2018年の消費量が前年比0.09%増のゴム18,500 t と見込まれた。DRIの植木の年齢が若くて、平均に5.7歳だ。2017年に、企業は前年比17.5%増のゴム18,480 t を収穫した、収穫能力は1ヘクタール当たり2.37tとなった。2018年に、400ヘクタールを追加して、18,500 t を収穫する予定。2018年の5ヶ月には、DRIはゴム5,693.5 t を収穫して7,213.21 t を消費した。特に、2018年第1四半期はゴム収穫量が最も少ない時期だ。従って、企業の計画が実行する可能性があるとは評価しております。

DRIは輸出量を30%に引き上げると見込みだ。2017年には、輸出量は9.52%のみとなった。DRIの輸出ゴム種類は主にSVR3LとSVR60であり、輸出量の70%を占めている。輸出量を30%に引き上げるとは実行可能性がある。理由は(1) Dakrucoから多くの顧客；(2) 自動車用タイヤを生産するためゴム需要が高いアメリカ、ドイツなど新市場を拡大する、輸出価格が国内での価格より9%高の1,450米ドル/t と見通すということだ。2018年の5ヶ月に、DRIはゴム1630.8 t を輸出した、消費量の22.6%を占めた。

平均販売価格は前年比9.3%減の1.366USD/ t と予測された。2017年には、世界の供給量が一時に不足した為、DRIのゴム価格が前年比25.9%増の3,400万ドン/t を急増した。しかし、2018年に、ゴム価格が5%~8%減少する見通すから、ゴム企業が慎重に価格計画を立てている。2018年の5ヶ月に、ゴムの平均価格が前四半期より9.8%減の1,417.7米ドル/t となった。現在の価格変動及び2018年の見通しより、BSCの予測では、ゴムが現在の水準に留まる。

DRIはラオスで総利益の1%の税金を払っている、ベトナムに送金される利益のみは税金20%を課される（ラオスで払った税金を控除される）。DRIは法人税を15%削減して税率が同業界の企業と同じとなることを申し出ている。

ダクラクでのバナナ栽培プロジェクトは総投資額が660億ドン、面積が158ヘクタールである。予測によると、2018年と2019年の植付面積はそれぞれ56ヘクタール、102ヘクタールとなる。資本金は主に自己資本の200億ドン、税引後利益の210億ドン、投資家からの250億ドンから来る。この資本金は土地リース、2冷蔵倉庫の開設、バナナ栽培コストのため。

農業開発のため清潔な土を探すことを狙いで、Thuan

Anコーヒー会社を買収する計画がある。現在、Thuan An
コーヒー会社はコーヒー植付面積が200ヘクタール

である、国家の株主資本が300億ドンとなった。DRIは生産経営活動を支配するためにその会社の資本金50%と相当する株式を買収する計画がある。

2018年の計画。2008年の計画の売上高と税引後利益はそれぞれ前年比7.4%増の6,250億ドン、同比21.5%減の1,130億ドンである。2018年現金配当は額面比10%となる予定。条件が該当すると、DRIはホーチミン証券取引所に転換する。監査済財務諸表が公表された後だろう。（企業は2016年の会計監査で除外事項があった）。

DakrucoはDRIにおける保有株式を売出す。Dakrucoは1,141万株を売出して保有率を51%に引き下げる。この売出しは2018年9月前に終わる予測がある。

DRC -ダナンゴム株式会社
財政分析
2018年5月6日

BSC

単位:10億ドン	2015	2016	2017	2018F
売上高	413	401	587	604
売上総利益	88	134	261	187
資産運用による収益	4	5	3	5
資産運用によるコスト	(67)	(57)	(43)	(30)
借入コスト	(56)	(48)	(37)	(21)
販売費用	(7)	(9)	(8)	(9)
管理費用	(14)	(13)	(22)	(23)
営業利益/損失	5	59	190	120
他の収入	0	(31)	(37)	2
税引前利益	5	28	153	125
税引後利益	(1)	22	144	102
少数株主持分	-	-	-	-
連結税引後利益	(1)	22	144	102
EPS	(20)	296	1,971	1,324

短期資産	60	84	151	173
現金及び現金相当	13	34	94	97
短期未収金	14	13	7	13
在庫	21	26	49	63
他の短期資産	12	11	0.5	0.5
長期資産	1,519	1,334	1,365	1,317
長期未収金	-	-	-	-
固定資産	1,224	1,122	1,164	1,193
有形固定資産	1,223	1,121	1,163	1,193
賃貸固定資産	-	-	-	-
無形資産	1	1	0	0
進行中である長期資産	281	199	185	107
他の長期資産	14	14	17	17
総資産	1,579	1,418	1,516	1,490
買掛金	806	675	616	561
短期負債	283	256	260	346
短期借入	235	206	209	267
長期負債	523	419	356	215
長期借入	523	419	356	215
株主資本	773	743	900	929
出資資本	732	732	732	732
未処分利益	(52)	(27)	81	105
総資本	1,579	1,418	1,516	1,490

売上高の成長率(%)		-3%	46%	3%
売上総利益率	21.4%	33.5%	44.5%	31.0%
借入費用/売上高	13.6%	12.1%	6.4%	3.5%
販売費用/売上高	1.6%	2.2%	1.4%	1.4%
管理費用/売上高	3.3%	3.3%	3.8%	3.8%
純利益率	-0.4%	5.4%	24.6%	19.9%

2017年の売上高は前年比46.4%増となった、消費量の増加及び価格の値上がりのため。2017年に、消費量と販売価格はそれぞれ前年比17.5%増、同比25.9%増となった。

借入費用が減少した。2017年に、企業が長期負債の630億ドンを返済したため（ラオス支社のV CB負債のみが残っている）。

借入費用が減少した。2017年に、企業が長期負債の630億ドンを返済したため（ラオス支社のV CB負債のみが残っている）。

2017年に、現金及び現金相当が急増して短期資産の大きな割合を占めた。

在庫が短期資産の大きな割合を占めた。2017年に、DRIIは2018年第1四半期に販売するために完成品の在庫量を増やした。2018年2月にこの完成品を売り切れた。

長期負債が減少した、企業が労働者とDakrucoの負債を返済した。

売上総利益率が上昇した、2017年のゴム販売価格の上昇したため。

借入費用が減少した、企業が長期負債の一部を返済して金利の圧力を削減した。

基本財務指標

	2015	2016	2017	2018F
1. 支払能力				
流動比率	0.21	0.33	0.58	0.50
当座比率	0.10	0.18	0.39	0.32
2. 資本構成				
短期資産/総資産	0.04	0.06	0.10	0.12
長期資産/総資産	0.96	0.94	0.90	0.88
負債比率/総資産	0.51	0.48	0.41	0.32
負債比率/株主資本	1.04	0.91	0.68	0.52
短期負債/総資産	0.18	0.18	0.17	0.23
長期負債/総資産	0.33	0.30	0.23	0.14
3. 稼働能力				
棚卸資産回転率	15.54	11.44	8.68	7.42
売掛金回転率	28.98	30.45	79.51	46.45
買掛金回転率	433.4	96.8	434.0	526.77
在庫日	23.5	31.9	42.1	49.2
売掛日	12.6	12.0	4.6	7.9
買掛日	0.8	3.8	0.8	0.7
現金回転率	35.2	40.1	45.8	56.4
4. 利益性				
税引後利益/売上高(%)	-0.4%	5.4%	24.6%	16.9%
税引後利益/株主資本(%)	-0.2%	2.9%	17.6%	11.2%
税引後利益/総資産	-0.1%	1.4%	9.8%	6.8%
資産運用による収益/総資産	1.2%	14.8%	32.4%	19.9%
5. DuPontモデル				
総資産/株主資本	2.04	1.91	1.68	1.60
収入/総資産	0.26	0.28	0.39	0.41
EBIT/収入	0.15	0.19	0.32	0.24
EBT/EBIT	0.08	0.37	0.80	0.86
利鞘/税引前利益	-	0.29	0.77	0.82
6. 評価				
PE	(561.4)	38.3	5.7	6.0
EV/EBITDA	26.3	7.0	7.1	8.3
EPS	(20)	296	1,869	1,324
BVPS	10,560	10,150	12,295	12,691
7. 成長率(前年同期比)				
総資産		-10%	7%	-2%
負債		-18%	-10%	-15%
売上高		-3%	46%	3%
売上総利益率		52%	94%	-28%
税引後利益		N/M	567%	-29%
EPS		N/M	567%	-33%

支払能力は低かったが、改善されている。

資産構成：
 長期資産と短期資産はそれぞれ総資産の90%、10%を占めている。
 負債は減少傾向がある、植木を多く投資する必要がないので長期負債が減少したため。
 財務レバレッジは減少した。

在庫日数は大幅に上昇した。売掛日と買掛日は顕著に下がった。

ゴム価格の回復のため、利益性が改善された。2017年に、ゴム価格が25.9%上がった。また、消費量が17.5%増加したことは利益率の改善をサポートした。

評価指数：ゴム価格が大幅に上がったため、2017年のEPSは顕著に上昇した。

テクニク論点：観察

テクニクハイライト：

現在傾向：長期間の値下がり、短期間の横ばい
 MACD指標は横ばい状態になってシングル線を迫った。また、RSI指標は変動が少なかった。そのため、株の横ばいの傾向を示した。
 売買代金：低くて、10営業日の平均売買代金は1営業日のあたりに8億7,000万ドンである。

評価：DRIが長期的に下落傾向がある。現在、株価はSMA20の下に移動して、変動幅9.7~9.9で横ばいに移動する傾向がある。テクニク分析によると、株価は横ばいに維持する可能性がある。

推奨：市場の動きを観察し続けるべきだ。

テクニクチャート



2018年5月6日

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 Headquarters

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

