

企業アップデート

RALーランドン電球・魔法瓶株式会社

2018 年 9 月 21 日

BSC

推奨 買い

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

目標価格	124,200
終値	103,800
Upside	20%

Trần Thành Hưng (PTKT)
hungtt@bsc.com.vn

目標価格	N/A
損切値	N/A

市場データ

発行済株式数 (100万株)	11.5
時価総額(10億ドン)	1,194
過去52週間の最高値	153,500
過去10日の売買高 (1,000 株)	5,651
外国人投資家の保有率	2.98%

大口株主

Công đoàn RAL	42.96%
Lê Thị Kim Yến	15.13%
Lê Đình Hưng	9.2%
Quỹ đầu tư CK VN	5.85%
Indochina Capital VN Holdings	3.97%

株価の推移 (1年間)



企業概要

RALはベトナムで電球及び魔法瓶を生産する大企業である。

他のレポート: [Link](#), [Link](#), [Link](#), [Link](#), [Link](#)

価格算定

BSC は算定方法 P/E で、RAL 株の目標価格を 124,200ドン/株、時価より 20%上回りと算定し、RAL 株の投資評価を「買い」と推奨したい。現在、RAL 株の価格は 103,800 ドン/株となった。P/E trailing は 7.54xとなり、同業界の企業及び VN インデックスより低かった。

業績予測

BSC の予測によると、2018 年に、RAL の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 6.1%増の 3 兆 4,700 億ドン、同比 5.13%増の 2,250 億ドンとなる。EPS は 14,694 ドンと見込む。

企業アップデート

2018 年上半期に、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 5.98%増の 1 兆 4,980 億ドン、3.77%減の 800 億ドンとなった。

利益率が引き続き改善された。2018 年上半期に、生産・商売活動よりの利益率が 8.55%増となって、DQC の 8.09%より高かった。

RAL はスリランカとキューバに 1,000 万個の電球を輸出する契約を締結した。

Ha Dinh での土地(広さ:57,000m²)は財務諸表に計上されていない。

不動産を登録事業に追加することについて、RAL は文書による株主意見聴取を計画している。

RAL の 2018 年第 1 次現金配当の権利落日は 2018 年 9 月 5 日であり、配当率が額面比 25%となった。

事業傾向

- 業績が伸びている。
- RAL は Ha Dinh での土地を建設または売却する。

投資リスク

競争が激化している。特に、中国企業との競争は RAL の商品販売に影響を与えた。

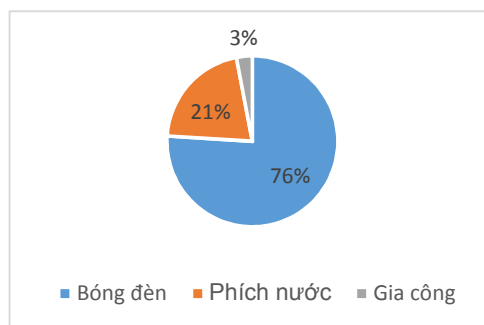
販売費用とプロモーション費用は引き続き増加している。

未収金と在庫が上昇することは企業の利益率を減少、営業キャッシュフローに悪影響するだろう。

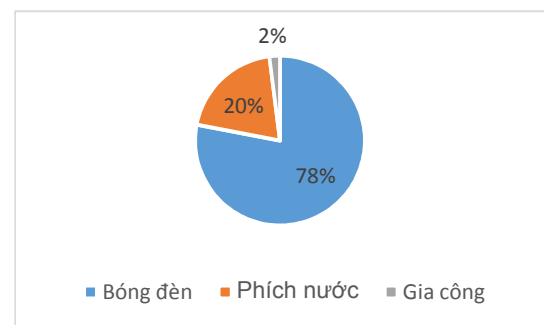
企業アップデート

2018 年上半期の業績。売上高は前同期比 5.98%増の 1 兆 4,980 億ドンとなった。2018 年上半期に、売上総利益率は前年同期の 24.7%から 26.78%に上がった。しかし、競争が激化していることで、プロモーションと割引のコストが 20%増の 1,440 億ドンとなって、販売費用が 20%増となって、販売費用／売上高の率が 14.68%となった。そのため、税引後利益が 3.77%減の 800 億ドンとなった。

2018 年上半期の売上高の構成



2018 年上半期の売上総利益の構成



ソース: RAL

利益率が引き続き改善されている。売上総利益率は 2016 年に 20.54%となり、2017 年に 27.44%となり、2018 年上半期に 26.78%となった。営業活動よりの純利益率は 2016 年に 7.55%となり、2017 年に 9.08%となり、2018 年上半期に 8.55%となった。BSC は利益率が前年と同様して、年末に改善されると期待している。以前の RAL 分析レポートのように、利益率の増加はの労働者生産能力の改善から来た。2017 年に、労働者の平均生産能力は 21%増の 15 億ドン/人となったが、そのうち、社員の給料は 7.5%増となった。RAL の目標は労働者の生産能力を 10%/年に追加引き上げ、社員の平均収入を 5%/年を追加引き上げることである。2018 年上半期に、RAL の営業利益率は 8.55%に達して、引き続き上昇している。そのうち、DQC の営業利益率は 8.09%となった。

RAL はスリランカ及びキューバに輸出契約を締結した。RAL は 35 社のライバルをやっつけて、2018 年～2019 年の期間におけるスリランカに 1,000 万個の電球を供給する契約を締結した。他方、キューバの国防省と契約を締結した。2017 年から、キューバでの取引先である Almacenes Universalse に電球を輸出している。2017 年の輸出よ

2018 年 9 月 21 日

りの売上高は全体の 11.81%を占めたが、2020 に割合が 50%に達すと期待されている。

不動産を登録事業に追加することについて、RAL は文書による株主意見聴取を計画している。RAL の本社を置いている土地は Ha Dinh 町にあり、面積が 57,000m² である。RAL は土地使用権等証明をもらって、自由に土地利用の目的を変えられる。現在、土地の価値は RAL の資産として計上されていない。他方、各地方では、RAL が 6 つの支社を持っている。その土地の価値は地方の平均地価に基づいて定価される。BSC の視点によると、土地を譲渡すれば、RAL が得を取れるだろう。しかし、土地の譲渡は時間がかかる。そのため、RAL の価格算定はコア事業のみから来た。

業績予測。BSC は、お正月と共に輸出契約により、2018 年下半期の売上高が急増すると期待している。6 年連続では、売上高は年間計画の 4%~20%を超えた、利益は年間計画の 37%~110%を超えた。BSC の予測によると、2018 年に、RAL の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比 6.1%増の 3 兆 4,700 億 VND、同比 5.13%増の 2,250 億 VND となる。EPS が 14,694 ドン／株と見込みだ。いくつかの仮定は：

- LED 照明の販売量及び売上は前年同期比 84%増の 3,200 万個、同比 66%増の 2 兆 1,180 億 VND となる。
- 伝統照明の売上高は前年同期比 61%減の 4,410 億 VND となる。
- 魔法瓶の売上高は前年同期比 5%増の 1,800 億 VND となる。
- 売上総利益率は 27.45%に達す。純利益率が 9.46%となる、労働生産性が上昇するから。

価格算定。2018 年 9 月 20 日に、RAL 株の価格が 103,800 ドン／株となり、予想 P/E が 7.06xとなり、P/B が 1.64xとなった。以前のレポートのように、土地の価値が財務諸表に計上されていないので、RAL の価格は魅力だと評価されている。

BSC は算定方法 PE で算定し、LED 照明を生産する企業を参照した。

- P/E が 8.45xである。
- 2018 年 EPS が 14,694 ドン／株である。
- 目的価格が 124,152 ドン／株となり、時価より 20%上回る。

企業	国	12ヶ月の 売上高(100 万 USD)	営業利 益率	売上 総利 益率	ROA LF	ROE LF	P/E	P/B
OSRAM LICHT AG	GERMANY	4,875.26	4.62	30.58	4.28	7.34	21.37	1.67
ACUITY BRANDS INC	UNITED STATES	3,576.50	11.22	41.25	11.83	21.17	20.88	4.02
WOOREE LIGHTING CO LTD	SOUTH KOREA	1,166.08	(3.90)	2.01	(1.69)	(16.18)	N/A	0.40
OPPLE LIGHTING CO LTD-A	CHINA	1,023.88	10.18	40.19	11.87	20.13	32.57	6.09
ZHEJIANG YANKON GROUP CO L-A	CHINA	824.86	3.49	20.64	5.58	10.34	14.59	1.47
NVC LIGHTING HOLDINGS LTD	CHINA	634.91	12.42	27.49	4.52	8.05	6.92	0.66

企業アップデート RALーランドン電球・魔法瓶株式会社

2018 年 9 月 21 日

BSC

IWASAKI ELECTRIC CO LTD	JAPAN	514.85	(8.68)	30.05	0.78	2.01	24.17	0.48
KUMHO ELECTRIC CO LTD	SOUTH KOREA	271.90	1.11	14.27	5.67	24.06	N/A	0.45
BEACON LIGHTING GROUP LTD	AUSTRALIA	184.26					15.50	N/A
OCEAN'S KING LIGHTING SCIE-A	CHINA	177.35	7.26	67.47	9.04	10.03	24.42	2.37
SHENZHEN MINKAVE TECHNOLOG-A	CHINA	100.71	31.54	52.66	13.68	26.19	32.43	7.68
LIGHTING AND EQUIPMENT PCL	THAILAND	84.78	6.35	32.14	3.40	8.21	14.29	1.15
RAL	VN	147.49	9.14	27.17	9.02	31.14	6.53	2.11
DQC	VN	48.41	9.03	24.56	7.16	9.79	8.69	0.90
Trung vi			7.29	30.85	6.04	9.57	19.80	1.67

ソース: Bloomberg, BSC research

財務分析

単位: 10 億ドン	2015	2016	2017	1H2018	2018F
売上高	2,659	2,939	3,270	1,498	3,470
売上総利益	482	604	897	400	952
財務収入	28	18	19	5	15
財務費用	(65)	(51)	(48)	-31	(56)
借入利息	(47)	(44)	(47)	-28	(56)
連結子会社の利益	-	-	-	-	-
販売費用	(219)	(285)	(501)	-319	(514)
管理費用	(102)	(97)	(99)	-53	(110)
営業利益／損失	125	189	268	101	287
他の収入	1	0	3	1	(2)
税引前利益	126	189	271	102	285
親会社株主利益	94	147	214	80	225
EPS	6,735	10,747	15,439	6,987	14,694

2018 年上半期には、販売価格が減少したものの、売上高は主に販売量の増加で 5.98% 増となった。そのうち、生産収入は前年同期比 10% 増の 1 兆 4,500 億ドン、外注の売上高が同比 53.59% 減の 430 億ドンとなった。

販売費用が 20% 増となり、販売費用売上高率はプロモーション費用・販売費用が 20% 増の 1,440 億ドンになったことにより 14.68% と高水準で留まっている。更に、この費用は RAL の税引前利益より高かった。

短期資産	1,795	1,871	2,179	2,252	2,298
現金及び現金相当	402	478	514	603	558
短期投資	186	246	260		250
短期未収金	203	302	668	705	708
在庫	1,002	842	723	903	767
他の短期資産	0	2	13	41	14
長期資産	192	226	202	282	241
長期未収金	1	1	1	1	1
固定資産	169	222	200	275	233
Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-
進行中である長期資産	0	0	0	4	0
長期投資	-	-	-	-	-
他の長期資産	21	2	2	2	7
総資産	1,986	2,097	2,381	2,533	2,539
買掛金	1,446	1,481	1,698	1,806	1,779
短期負債	1,445	1,480	1,698	1,805	1,778
短期借入	1,154	1,091	1,204	1,366	1,346
長期負債	1	1	1	1	1
長期借入	1	1	1	1	1

現金及び現金相当が増加している、総資産の 24% を占めている、RAL の流動性を確保できる。短期未収金が高くて、7,050 億ドンに達した。中に、Gia Loc Phat からの未収金が 1,560 億ドンとなり、キューバでの取引先の未収金が 1,030 億ドンとなった。

在庫は前年同期比 25% 増となった。特に、完成品在庫が 65% 増の 2,870 億ドンとなった。原材料在庫と生産コストは引き続き増加した。RAL は未収金と在庫の管理を集中するべきだ。

固定資産の価値は低かった。多くの資産は減価償却された。平年の減価償却費は低くて、約 550 億 VND となった。Ha Dinh での土地の価値が財固定資産原価に計上されていない。

RAL は主に短期的に借入して、流動資本を補充した。長年に、RAL は資本金を引き上げなかった。

企業アップデート

RALーランドン電球・魔法瓶株式会社

2018 年 9 月 21 日

BSC

株主資本	540	616	739	727	760
出資資本	115	115	115	115	115
未処分利益	77	124	191	81	203
総資本	1,986	2,097	2,437	2,533	2,538

売上高の成長率(%)	2%	11%	11%	5.98%	6.10%
売上総利益率	18.1%	20.5%	27.4%	26.78%	27.45%
借入費用／売上高	1.8%	1.5%	1.4%	1.86%	-1.61%
販売費用／売上高	8.2%	9.7%	15.3%	14.68%	-14.83%
管理費用／売上高	3.8%	3.3%	3.0%	3.55%	-3.16%
純利益率	3.5%	5.0%	6.5%	6.78%	8.27%

利益率が連続で改善された。(1)労働者の生産能力が 10%増となったが、社員の給料が 7.5%のみ増となった。(2) Samsung ブランドを付いた商品はより高い利益率をもたらした。

財務分析

	2014	2015	2016	2017	1H2018
1. 支払能力					
流動比率	1.17	1.24	1.26	1.32	1.25
当座比率	0.47	0.55	0.69	0.89	0.72
2. 資本構成					
短期資産／総資産	0.91	0.90	0.89	0.92	0.89
長期資産／総資産	0.09	0.10	0.11	0.08	0.11
負債比率／総資産	0.78	0.73	0.71	0.70	0.71
負債比率／株主資本	3.53	2.68	2.40	2.30	2.48
短期負債／総資産	0.78	0.73	0.71	0.70	0.71
長期負債／総資産	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	1.9	1.9	2.5	3.0	2.8
売掛金回転率	19.2	18.8	15.8	8.4	7.9
買掛金回転率	24.1	15.9	18.0	15.6	16.9
在庫日	185.2	185.2	142.1	118.7	129.6
売掛日	18.8	19.1	22.7	42.8	46.5
買掛日	15.0	22.6	20.0	23.0	21.5
現金回転率	200.5	201.6	162.5	159.3	154.5
4. 利益性					
税引後利益／売上高 (%)	2.5%	3.5%	5.0%	6.5%	5.4%
税引後利益／株主資本 (%)	13.0%	17.4%	23.9%	29.0%	31.1%
税引後利益／総資産	2.9%	4.7%	7.0%	8.8%	8.6%
資産運用による収益／売上高	3.8%	4.7%	6.4%	8.2%	6.9%
5. DuPont モデル					
総資産／株主資本	4.53	3.68	3.40	3.30	3.49
収入／総資産	1.14	1.34	1.40	1.34	1.36
EBIT／収入	0.06	0.07	0.08	0.10	0.10
EBT／EBIT	0.57	0.73	0.81	0.85	0.84
利鞘／税引前利益	0.74	0.74	0.78	0.79	0.79
6. 評価					
PE	6.54	7.26	8.39	8.43	4.9
PB	0.85	1.04	1.68	2.03	1.4
EPS	5,708	6,735	10,747	15,439	18,384
簿価	43,856	46,977	53,561	64,244	63,230
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	29%	-13%	6%	16%	11.01%
負債	40%	-19%	2%	15%	12.14%

現金及び現金相当のため、支払率が高かった。

短期資産は総資産の大きな割合を占めている。この資産は殆どに減価償却された。企業は主に短期的に借入している。

売掛金回転期間と在庫日が延長されていることで、企業のキャッシュフローが悪影響された。

企業アップデート
RALーランドン電球・魔法瓶株式会社

2018 年 9 月 21 日

BSC

売上高	13%	2%	11%	11%	5.98%
売上総利益率	23%	-13%	25%	49%	14.91%
税引後利益	-23%	43%	57%	46%	-3.77%

労働者の生産能力の改善のため、売上総利益及び税引後利益は売上高より顕著に上昇した。

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。

ハノイ本社

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

ホーチミン支店

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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>