

推奨 ホールド

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)	
hanhntk@bsc.com.vn	
目標価格	18,200
終値	16,000
Upside	13.8%

Trần Thành Hưng (PTKT)	
hungtt@bsc.com.vn	
目標価格	N/A
損切り値	N/A

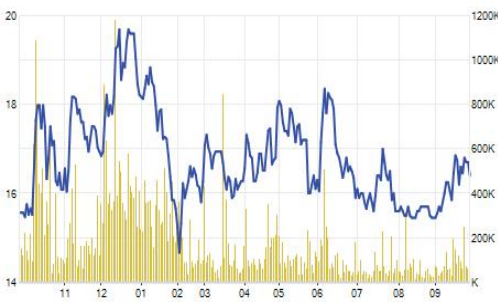
市場データ

発行済株式数 (100万株)	39,548
時価総額(10億 ドン)	633
過去52週間の最高値 (VN)	21,300
過去10日の売買高 (株)	142,041
外国人投資家保有率	63.10%

大口株主

Lee Jae Eun	17.72%
NH Investment & Securities Co., Ltd.	7.99%
Korea Investment Management Co.	5.28%

株価の推移 (1年間)



復活

算定

BSCはPE方法でEVEの投資評価を目標価格の18,200VND/株で「ホールド」と推奨した。

業績の予測

2018年には、BSCは、EVEの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比30.3%増の1兆2,960億ドン、同18%増の897億ドンに達すと予測しております。2018年のEPSは2,268VND/株である。

投資リスク

- (1)気候リスク：2つの主要な製品であるパディング&ベッド（収入の90%以上）の需要は、天気要素により影響を大きく受け、2製品の消費量が2016年に厚い天気により大幅に減少しました。
- (2)原材料価格のリスク：主なポリエステルと輸入織物という原材料費用はEVEの原価の70%を占めている。
- (3)為替レートリスク：ほとんどの資材は輸入されているが、輸出収入は総収入の約40%を占めている。また、EVEのドル借入残高は534万7,000ドル（2018年6月30日の時点で総借入残高の38.4%を占めた）だった。転換社債の借入残高が1,010万ドルであり、VND対ドル為替レートが1%に引き下げる場合、EVEのドル高・ドン安による為替差損20億VND～25億VNDを計上している。

業績のアップデート

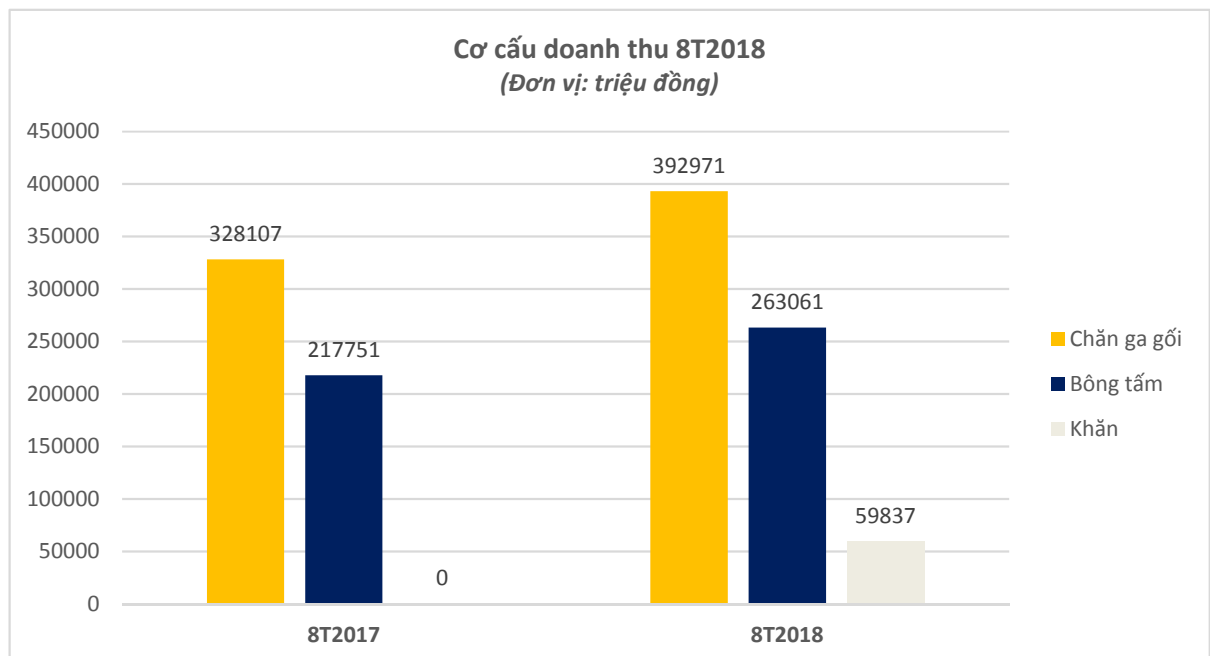
- 2018年8ヶ月の業績：売上及び税引後利益は前年同期比30.8%増の7,168億5,000万ドン、同26%増の552億ドンに達し、年間計画の62.5%、48%を達成した。
- 2018年年末の4ヶ月業績に対し肯定的な見通しだ。寝具分野は前年同期比30%増となり、輸出額は150万米ドルであると予測されています。パディング受注は、2018年年末の4ヶ月間で930億ドンに達すると予想されている。2018年のEVEの新製品の1つであるカーテン事業は、総額120億ドルの注文を受けた。しかし、Kingcoilスプリングマットレス事業は2018年にEVEの業績に貢献できないと考えています。
- 2018年9月に転換社債を低利息で発行したのは金融費用を削減する。転換社債の総額は1,010億ドル、利息が年間1%、期限は5年間である。資本を再バランスした後、同社は2017年にVCBに発行された転換社債の1,500億ドンうちの500億ドンを購入することを決めた。BSCは、これが2018年に借入コストの30億VNDを節約できると見積もっている。

他のレポート [Link](#)

2018年8ヶ月の業績

売上は前年同期比30.8%増の7,168億5,000万VND、年間計画の62.5%を達成した。税引後利益は同26%増の552億ドン、年間計画の48%を達成した。

- パディング事業の売上は前年同期比20.8%増の2,630億ドンに達した。そのうち、国内市場での売上成長率は前年同期比20%増となり、輸出成長率が同21.2%増となった。ジャケット生産受注の増加で、2018年のパディング売上高が急増した。
- 寝具事業の売上は前年同期比19.8%増の3,930億ドンに達した。「企業対消費者」(B2C)営業の売上は前年同期比31.2%増となり、総売上の60%を占めている。「企業間」(B2B)営業の受注及び輸出受注の成長率は減速し、それぞれ16.25、7.7%増となった。理由はEVEが利益率の低い不採算受注を拒否した(B2B受注の利益率は12%未満、輸出受注の利益率は8%の未満)から来た。オンライン販売チャンネルは、競争の激化により56%に減少したが、オンライン販売の割合が寝具事業のわずか5%を占めたため、影響はあまりなかった。
- 新製品: 2018年8ヶ月には、EVEは2018年第1四半期にTexpiaを買収した後、タオル分野からの売上の600億ドンを追加計上した。従来、Texpiaのタオル製品は主に輸出されていたが、EVEが買収した後、この製品はEVEの店舗を通じて国内に流通し、2018年8ヶ月に売上の10%を占めていた。



Nguồn: Everpia

### 2018年年末の4ヶ月業績に対する肯定的な見通し

•寝具事業の成長率は、新コレクションの受注成長（前年比14%増）と、今年年末の数ヶ月の消費量に対する期待（年間売上に30~35%を寄与）のおかげで、前年比30%に上昇すると予測された。BSCは、2017年有効な広告キャンペーンのおかげで、2018年8ヶ月に寝具事業の成長率が大きく上昇したと考えております。Kim Tae Heeとの2年延長広告契約は、EVEのイメージと消費者の認知度を高め、今後の販売活動を促進すると期待されている。

•パディング事業：パディングの消費季節（消費季節が毎年3月~8月）ではないが、2018年年末の4ヶ月のパディング受注額は930億VND（輸出は75%を占め、韓国は主力市場）に達すると予測されたことで、2018年の売上高は前年比54%増の3,560億ドンに達するだろう。

•新製品発展事業：2018年の新しいタオル製品は、EVEの売上に約1,000億を寄与する予定。また、カーテン製品は2018年10月に販売を開始し、予約受注からの120億を寄与する予定。KingKoilスプリングマットレスの場合、正式に機械を輸入して生産を実施する前に、EVEは市場反応を調査するために米国から4つのサンプルを輸入する予定。計画によると、2018年11月末の時点までに、EVEはインストールして技術移転を完了し、5つの新製品類を自社で生産し、同時に2つの高級製品類を輸入する予定。BSCは、マットレス製品が2018年にEVEの収益に貢献できないと予想しています。

BSCの予測によると、2018年には、寝具事業の成長率が前年比23.1%増となり、パディング事業の成長率が同20%増となり、新事業が売上に900億ドンを寄与するという仮定を基くと、EVEの売上は前年比30.3%増の1兆2,960億ドン、年間計画を達成できるだろう。利益計画について、BSCはEVEが年間計画を達成する可能性が低いと考えております。2018年の税引後利益は前年比18%増の897億ドンに達すると予測しております。

低利息で転換社債を発行するのは財務コストを削減する。韓国パートナーへ転換社債の1,010万ドルを発行した。利息は年間1%であり、期限は5年間である。資本を再バランスした後、同社は2017年にVCBに発行された転換社債の1,500億ドンうちの500億ドンを購入することを決めた。BSCは、これが2018年に借入コストの30億VNDを節約できると見積もっている。

**EVE - ベトナムエバーピア株式会社**  
**財務分析**  
**2018年10月2日**

**BSC**

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
<b>売上高</b>	<b>223</b>	<b>276</b>	<b>345</b>	<b>235</b>	<b>267</b>
<b>売上総利益</b>	<b>70</b>	<b>95</b>	<b>113</b>	<b>81</b>	<b>80</b>
財務収入	3	7	1	6	7
財務費用	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
借入利息	(1)	(2)	(4)	(4)	(4)
販売費用	(26)	(34)	(49)	(33)	(40)
管理費用	(27)	(52)	(36)	(24)	(25)
<b>営業利益／損失</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>16</b>
他の収入	(1)	(0)	(0)	(0)	1
<b>税引前利益</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>17</b>
<b>税引後利益</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>13</b>
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	14	9	19	20	13
EPS					
<b>短期資産</b>	<b>849</b>	<b>1,005</b>	<b>976</b>	<b>1,027</b>	<b>1,011</b>
現金及び現金相当	145	311	319	359	321
短期未収金	261	265	255	211	229
在庫	437	426	394	446	450
他の短期資産	6	3	7	11	11
<b>長期資産</b>	<b>312</b>	<b>316</b>	<b>309</b>	<b>329</b>	<b>320</b>
長期未収金	2	1	1	1	3
固定資産	288	287	276	294	289
進行中である長期資産	-	-	-	-	-
他の長期資産	18	25	29	31	25
<b>総資産</b>	<b>1,161</b>	<b>1,321</b>	<b>1,285</b>	<b>1,355</b>	<b>1,331</b>
<b>買掛金</b>	<b>222</b>	<b>374</b>	<b>369</b>	<b>422</b>	<b>434</b>
短期負債	182	181	173	231	246
短期借入	94	80	55	97	148
長期負債	41	194	195	191	187
長期負債	36	185	30	176	172
<b>株主資本</b>	<b>938</b>	<b>947</b>	<b>917</b>	<b>933</b>	<b>898</b>
出資資本	420	420	420	420	420
未処分利益	302	311	330	350	320
<b>総資本</b>	<b>1,161</b>	<b>1,321</b>	<b>1,285</b>	<b>1,355</b>	<b>1,331</b>
売上高の成長率(%)	-1%	16%	38%	56%	20%
売上総利益率	31.4%	34.5%	32.8%	34.6%	29.8%
借入費用／売上高	0.4%	0.8%	1.2%	1.7%	1.7%
販売費用／売上高	11.5%	12.2%	14.2%	13.9%	15.1%
管理費用／売上高	12.2%	18.9%	10.5%	10.2%	9.5%
純利益率	6.4%	3.4%	5.5%	8.7%	4.8%

・2018年上半期の売上成長率は前年同期比34%増となった。この成長は(1)寝具事業の成長率が前年同期比30%増となった。(2)パッドディング事業の成長率は同20%増となったことから来た。

・売上総利益率は32.5%から32.1%に小幅に減少した。

・2018年上半期には、管理費用は前年同期比3.7%減となったが、販売費用は同58.9%増となった。

・短期未収金は前年同期比84.1%減となった。原因は、2018年第1四半期には、EVEが、Texpiaという連結会社のすべての株式を買収するため債務の607億7,000万VNDをTexpiaから相殺していたということだ。

・在庫は年初より14%増となった。

・有形固定資産は年初より5.2%増となった。

・短期借入は1,300億ドンだった。

いくつかの基本的な財務指標

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

1. 支払能力

流動比率	4.67	5.57	5.63	4.45	4.11
当座比率	2.23	3.19	3.32	2.47	2.23

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.73	0.76	0.76	0.76	0.76
長期資産/総資産	0.27	0.24	0.24	0.24	0.24
負債比率/総資産	0.19	0.28	0.29	0.31	0.33
負債比率/株主資本	0.24	0.40	0.40	0.45	0.48
短期負債/総資産	0.16	0.14	0.13	0.17	0.18
長期負債/総資産	0.04	0.15	0.15	0.14	0.14

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.7
売掛金回転率	4.9	5.2	6.5	6.4	5.7
買掛金回転率	16.4	10.3	17.1	11.2	13.1
在庫日	265.8	257	221	224	212
売掛日	73.9	70	56	57	64
買掛日	22.3	35	21	33	28
現金回転率	317.4	292	257	249	248

4. 利益性

税引後利益/売上高	6.4%	3.4%	5.5%	8.7%	4.8%
税引後利益/株主資本	7.0%	4.4%	5.5%	6.6%	6.7%
税引後利益/総資産	5.7%	3.4%	4.3%	5.0%	4.6%
資産運用による収益	8.2%	4.0%	7.1%	10.7%	5.9%

5. MDuPontモデル

総資産/株主資本	1.25	1.29	1.29	1.29	1.36
収入/総資産	0.76	0.73	0.84	0.86	0.85
EBIT/収入	0.10	0.07	0.07	0.08	0.08
EBT/EBIT	0.96	0.93	0.89	0.87	0.84
利鞘/税引前利益	0.75	0.74	0.80	0.80	0.79

6. 評価

PE	11.7	16.3	12.7	10.5	10.2
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EPS	1,547	1,060	1,213	1,519	1,512
BVPS	22,348	22,558	21,832	22,223	21,390

7. 成長率(前年同期比)

総資産	0.00759	19%	13%	24%	15%
負債	2.8%	0.2%	-4.3%	-3.7%	-4.3%
売上高	-1.4%	16.1%	37.7%	56.0%	19.8%
売上総利益率	-11.8%	19.3%	36.8%	58.0%	13.5%
税引後利益	-49.0%	-71.2%	102.2%	126.6%	-10.7%
EPS		-31.49%	14.41%	25.25%	-0.50%

・流動比率は安全な水準で維持している。2018年第3四半期には、転換社債を発行した金額を受けたことで、業績が改善されると予測された。

・資産構成は安定的に維持されて、短期資産が総資産の75%を占めている。在庫及び未収金のそれぞれは総資産の34%、17%を占めている。

・流動資本の需要により、短期債務が大幅に増加した。2017年第3四半期から長期債務が14~15%で維持している。今後、EVEが転換社債の1,010万ドルを発行した後、資産構成は短期資本から長期資本にシフトした。

棚卸資産回転率が小幅に増加した。

ROS、ROA、ROEは2018年第2四半期に下落したが、2018年上半期に前年同期比小幅に上昇した。

現在、EVEの簿価は0.7であり、現在PEは10.3xである。

## 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 Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

