

2019年3月6日

土地からの期待

推奨

観察

価格評価

Nguyễn Thị Hồng	
hongnt@bsc.com.vn	
目標価格	44,484
終値	44,600
Upside	#N/A

Lê Quốc Trung (pkt)	
trunglt@bsc.com.vn	
目標価格	#N/A
終値	44,600

市場データ

発行済株数	135.5
時価総額(10億ドン)	5,826.5
過去52週間の最高値	46,000
過去10日の売買高(株)	2,617.946
外国人投資家保有率	18.8%

大口株主

ベトナムゴムグループ	66.62%
Asia Value Investment	2.89%
Halley Sicav	1.71%
Forum One	1.15%
Nguyễn Thị Thủy	0.12%

株価推移



企業概要: PHRは1993年に8,130億の資本金で樹立された。PHRは天然ゴム業界での最大企業で、16,000ヘクタールの庭と共に、29,000tの年間生産能力である工場を所有している。

BSCはP/E算定方法で、PHRの目標価格を44,484ドン/株(2018年3月5日の終値と等しい)と予想し、PHRの投資評価を「観察」と推奨している。現在、PHRのPEは7.29xと見込まれ業界の平均レベル(6.88x)より高かった。

2019年業績予測。

BSCの予測によると、2019年、PHRの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比2%減の1兆5,315億ドン、同91%増の1兆1,892億ドンとなる。予測の仮定は、(1)ゴムの販売価格は3,300万ドン/tで、(2)木材の販売価格は3億ドン/ヘクタールである。従って、BSCは以下に基づいて予測している:

(1)木材を売却する売上高は約3,500~3,900億ドンと見込まれている。売上総利益率は90%である。

(2)資本回収と共に土地をNTCとVSIPに引き渡す収入は約7,460億ドンである。土地補償価格は前年同期比30%増の13億/ヘクタールとなる。売上高は7,460億ドンと見込まれている。

(3)子会社よりの収入: (i) TAN BINH工業団地が土地基金を拡大して、45ヘクタールのリース地を寄与する。売上高が前年同期比6.23%増の1,604億ドンとなる。(ii) TRUONG PHATゴム株式会社の木材加工工場よりの売上高は前年同期比5%増の3,423億ドンとなる。

事業傾向

(1)2019年にNTCにおける資本を回収し、2019年~2020年にNam Tân Uyên工業団地(355ヘクタール)とVSIP工業団地(691ヘクタール)での土地を引き渡す。

(2)2019年ゴムの販売価格が3,300万ドン/tで、木材の販売価格が前年同期比7.1%増の3億ドンと見込みだ。

投資リスク:

(1) ゴムと木材の販売価格の変動。

(2) NAM TAN UYEN 工業団地の土地を引き渡す進捗が遅れるリスク。

2018年業績アップデート。

2018年、PHRの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比5.6%減の1兆5,609億ドン、同91%増の6,217億ドンとなった。その中では、

(1) ゴム販売よりの売上高は前年比13%減の1兆446億ドンとなり、地益率が14.1%から8.5%に下落した。

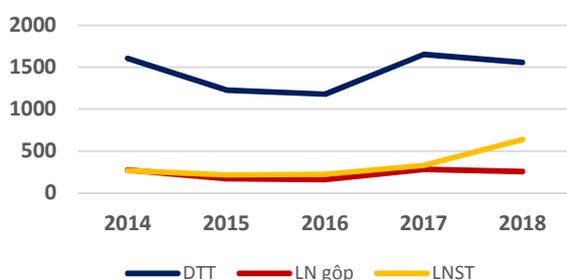
(2) 税引後利益の急増は主にノンコア事業から来た。(i) 再植栽と木材売却よりの売上高は前年比112%増の4,250億ドンとなった。(ii) TAN BINH 工業団地でのリース地(42.56ヘクタール)よりの利益は1,516億3,000万ドンとなった。(iii) 木材加工の事業について、木材加工工場は年間生産能力が4万m³で、売上高が前年比8.1%増の3,257億5,000万ドンとなった。

木材よりの収入のおかげで、2018年業績が好調になった。2018年、PHRの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比5.6%減の1兆5,609億ドン、同91%増の6,217億ドンとなった。売上高は若干に減少したが、税引後利益は木材の売却で急増して、前年比112%増の4,250億ドンとなった。

ゴム樹脂の販売よりの売上高は前年比13%減の1兆440億ドンとなり、売上総利益率が14.1%から8.5%に下落した。

- **2018年のゴム消費量は前年比7.37%増となった。**2018年、ゴム樹脂の消費量は前年比7.37%増の31,614.35tとなった。しかし、ゴムを栽培する面積は前年比16.2%減の6,977.6ヘクタールとなり、カンボジアでのゴム木は収穫し始めて、まだ多くの生産量を寄与していない。そのため、生産量は前年比10%減の13,109.6tとなった。
- **ゴム平均販売価格は前年比18.24%減となった。**PHRのゴム平均販売価格は前年比18.24%減の3,297万ドン/tとなったが、そのうち、ゴム平均原価は前年比8%減の3,030万ドン/tとなった。そのため、売上総利益率は14.1%から8.5%に下がった。また、2018年のゴム樹脂の売上高は前年比13%減の1兆440億ドンとなった。

2018年の税引後利益の急増



2018年のゴム平均販売価格



以下に基づいて、ゴム樹脂の2019年売上高は前年比7%減の9,700億ドンとなり、売上総利益率が7.6%に達すと予想している。

- BSCの予測によれば、2019年ゴム消費量は前年比7%減の29,400tとなり。(1)PHRのゴム収穫量は前年比5.58%減の12,377.9tとなる。その中、カンボジアでのゴム木の庭は9,287tを寄与する。(2)買収量は前年比11.3%減の17,622tと見込みだ。
- 2019年のゴム販売価格は2018年と等しくて、3,300万ドン/tだと予測されている。中国など大きな国に輸出するのはより好調になっている。2019年2月22日に、天然ゴム協会(ITRC)は供給量を削減してゴム販売価格を引き上げることになった。しかし、ANRPCの予測によれば、2019年、供給量が前年比5.8%増の1,469万tとなるが、そのうち需要量が3.6%増の1,473万tだけとなる。また、2018年10月まで、在庫量は高く591,599tだった。そのため、天然ゴムはまだ供給過剰である。BSCは、ゴム価格が変わらなくて、3,300万ドン/tだと考えている。

ゴム木の庭を売却するのは、収入に3,900億ドンを計上した。2018年、PHRの売上高は前年比112%増の4,250億ドンとなって、1,300ヘクタールに相当した。現在、ゴム木材の販売価格は3億ドン/ヘクタールで、2019年売上高に3,900億ドンを計上する。利益は3,510億ドンであり、利益率が90%だと予測されている。現在、PHRは4,000ヘクタール木材を所有して、2022年まで毎年1,000ヘクタールを売却して、2~3年間での収入を確保するだろう。

NTCにおける資金回収に対する期待。NTCとVSIPに13億ドン/ヘクタールの価格で土地を引き渡す。

(1)NTCにおける資金回収: NTCにおけるPHRの保有率は32.85%で、52億5,600万株に相当している。計画によれば、2019年に、PHRはすべての株式を売却する。BSCは、2019年3月4日のNTC株の終値(104,000ドン/株)で、PHRの金融収入が5,460億ドンと予想している。

(2)NTCとVSIPに土地を引き渡す。政府は、第3 Nam Tan Uyen 拡大プロジェクトを承認した。そのため、BSCの予測によると、PHRは2019年からNTCに土地を引き渡す。補償金は前年比30%増の13億ドン/ヘクタールだと予想されている。BSCの予測によると、2019年、PHRは150ヘクタールを引き渡して、補償金より1,900~2,000億ドンを収入する。

2019年業績予測。

BSCの予測によると、2019年、PHRの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比2%減の1兆5,315億ドン、同91%増の1兆1,892億ドンとなる。予想EPSは8,644ドン/株である。予測

2019年3月6日

PHR – フォックホアゴム株式会社

BSC

の仮定は、(1)ゴムの販売価格は3,300万ドン/tで、(2)木材の販売価格は3億ドン/ヘクタールで、(3)資本回収と土地の引渡しよりの収入は7,460億ドンと見込みだ。

BSCは、PHRが2019年にNTCの全資本を売却すると仮定している。BSCは通常の利益と異常の利益に基づいて推定した。

- 異常の利益を除いたら、2019年税引後利益は4,800億5,000万ドンとなり、2019年EPSは3,319ドン/株である。BSCは、7xの目的PEでPE算定方法によって、PHR株の価格が23,233ドン/株だと推定している。
- 異常の利益は資金回収及び土地の引渡しから来る。総利益は2兆7,020億1,000万ドンと見込みだ。2019年から4年間ですべての土地を引き渡す。BSCは、10%割引でRNAV算定方法によって、PHR株の価格が21,251ドン/株だと推定している。

従って、PHR株の目的価格は上記の利益から来て、44,484ドン/株で、2019年3月5日の終値と等しい。

リスク:NTCとVSIPに土地を引き渡す進捗が遅れる可能性もある。総利益が2兆849億ドンに達するのは、引渡しに4年間で完了する仮定に基づいて推定される。しかし、実際に、引き割ったしはまだ実行できない。

2019年3月6日

PHR – フォックホアゴム株式会社

財政分析

BSC

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,605	1,227	1,178	1,654	1,558
売上総利益	275	169	158	284	256
財務収入	70	73	77	75	163
財務費用	(32)	(35)	(21)	(51)	(39)
借入利息	(31)	(35)	(19)	(49)	(28)
販売費用	(39)	(24)	(18)	(21)	(25)
管理費用	(82)	(67)	(61)	(81)	(79)
営業利益/損失	191	156	158	233	347
他の収入	141	105	101	179	413
税引前利益	344	261	260	412	760
税引後利益	267	215	223	330	637
少数株主持分	3	3	3	5	15
親会社株主利益	264	212	220	325	622
EPS		2,604	2,707	4,004	5,924

ゴムの価格が前年比 20.1%減の 3,297 万ドン/tで、消費量が前年比 7.37%増の 31,614.35tとなった。そのため、2018 年売上高は前年比 6%減となった。

(1)人件費と(2)原材料コストを削減したことで、経営活動よりの利益率が 22.27%に達した。

他の収入は前年比 130.7%増の 4,130 億ドンとなった。主に、1,300 ヘクタールのゴムを売却した収入は前年比 112%増の 4,250 億ドンとなった。

短期資産	1,210	890	1,194	1,051	1,363
現金及び現金相当	825	602	825	539	707
短期未収金	108	107	160	218	297
在庫	215	148,30	177	258	295
他の短期資産	61	33	31	36	64
長期資産	2,219	2,410	2,666	3,244	3,724
長期未収金	-	10	7	8	9
固定資産	1,847	533	622	923	1,212
進行中である長期資産	-	1,579	1,566	1,381	1,137
他の長期資産	65	66	154	338	338
総資産	3,429	3,300	3,860	4,295	5,087
買掛金	1,130	1,107	1,565	1,884	2,410
短期負債	829	779	1,016	1,063	798
短期借入	491	360	603	463	127
長期負債	301	329	549	821	1,612
長期借入	257	254	232	239	377
株主資本	2,253	2,193	2,296	2,411	2,677
出資資本	813	813	813	813	1,355
未処分利益	483	314	377	290	304
総資本	3,429	3,300	3,860	4,295	5,087

現金及び現金相当は多いので、流動性を確保して、金融収入を増やした。

在庫は短期資産の 22%を占めて、主に、次の期に販売する完成品である。

企業が大規模な庭に投資していることで、進行中である長期資産は多い。

PHR が一部の短期負債を返済したことで、短期借入が急減して、借入コストが減少した。

Tân Bình 工業団地での土地の借地料を徴収して、次の年に徐々に割り当てた。そのため、売上高はまだ増加していない。

売上高の成長率(%)	#N/A	-24%	-4%	40%	-6%
売上総利益率	#N/A	13,8%	13,4%	17,2%	16,4%
借入費用/売上高	#N/A	2,9%	1,6%	3,0%	1,8%
販売費用/売上高	#N/A	2,0%	1,5%	1,3%	1,6%
管理費用/売上高	#N/A	5,5%	5,2%	4,9%	5,1%
純利益率	#N/A	17,5%	18,9%	20,0%	40,9%

2019年3月6日

PHR - フォックホアゴム株式会社

BSC

いくつかの基本的な財務指標

	2014	2015	2016	2017	2018
1, 支払能力					
流動比率	1.46	1.14	1.18	0.99	1.71
当座比率	1.13	0.91	0.97	0.71	1.26
2, 資本構成					
短期資産/総資産	0.35	0.27	0.31	0.24	0.27
長期資産/総資産	0.65	0.73	0.69	0.76	0.73
負債比率/総資産	0.33	0.34	0.41	0.44	0.47
負債比率/株主資本	0.50	0.50	0.68	0.78	0.90
短期負債/総資産	0.24	0.24	0.26	0.25	0.16
長期負債/総資産	0.09	0.10	0.14	0.19	0.32
3, 稼働能力					
棚卸資産回転率	4.95	5.82	6.27	6.29	4.71
売掛金回転率	38.40	39.29	23.73	20.15	13.68
買掛金回転率	62.80	38.50	30.23	25.96	22.36
在庫日	73.8	62.7	58.2	58.0	77.5
売掛日	9.5	9.3	15.4	18.1	26.7
買掛日	5.8	9.5	12.1	14.1	16.3
現金回転率	77.5	62.5	61.6	62.0	87.8
4, 利益性					
税引後利益/売上高(%)	16.6%	17.5%	18.9%	20.0%	40.9%
税引後利益/株主資本(%)	12.1%	9.7%	9.9%	14.0%	25.0%
税引後利益/総資産	7.8%	6.4%	6.2%	8.1%	13.6%
資産運用による収益/売上	11.9%	12.7%	13.4%	14.1%	22.3%
5, DuPont モデル					
総資産/株主資本	1.55	1.51	1.60	1.73	1.84
収入/総資産	0.47	0.36	0.33	0.41	0.33
EBIT/収入	23.4%	24.1%	23.6%	27.9%	50.6%
EBT/EBIT	91.7%	88.3%	93.2%	89.4%	96.4%
利轄/税引前利益	77.6%	82.3%	86.0%	80.2%	83.8%
6, 評価					
PE	#N/A	11.43	11.75	7.68	7.29
PB	#N/A	0.93	0.89	0.84	2.22
EPS	#N/A	2,604	2,707	4,004	5,924
簿価	#N/A	26.259	27.507	28.887	19,755
7, 成長率(前年同期比)					
総資産	#N/A	-4%	17%	11%	18%
負債	#N/A	-2,0%	41,4%	20,4%	27,9%
売上高	#N/A	-23,6%	-4,0%	40,4%	-5,8%
売上総利益率	#N/A	-38,5%	-6,5%	79,7%	-9,9%
税引後利益	#N/A	-19,5%	3,7%	48,0%	93,0%
EPS	#N/A	2,604	2,707	4,004	5,924

現金及び現金相当が増加した、そのうち、負債が減少した。そのため、支払能力は大きく上昇した。

資産構成：長期資産は総資産の76%を占めた。庭の原価が高くて、進行中である長期資産が多いから。これもゴム会社で一般的な問題だ。短期負債が減少したが、長期負債が増加した。

在庫日が増加したから、現金回転率が大きく上昇した。

純利益率が大きく改善して、20%から40.9%に上がった。しかし、主に、他の収入（庭の売却よりの収入）から来た。

PHRのPEは、業界の平均レベル(6.88x)より高く評価されている。

2019年3月6日

PHR - フォックホアゴム株式会社

BSC

PHR(フォックホアゴム株式会社) - 上昇傾向

- 現在傾向: 上昇。
- MACD 指標: プラス分岐。
- RSI 指標: 買われ過ぎゾーン、ボリンジャー線の上に打つ。
- MA 線: 3つの MA 線が上昇する。

評価: 2018年6月の底値 18 から、PHR は長期的に回復している。現在、売買高は 20 営業日の平均水準より高く維持されている。RSI 指標は株式の買われ過ぎゾーンを強調した。それで、次の日、RSI 指標は下落して、値上げの勢いをつけるだろう。MACD 指標及び 3つの MA 線の動きは上昇傾向を示した。そのため、長期上昇の逆転シグナルが出ない時に、PHR は引き続き上昇するだろう。

推奨: 株値が長く上昇していたので、購入するのはまだはっきりしない。中期下落はまだでない。



2019年3月6日

PHR – フォックホアゴム株式会社

BSC

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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

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

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

Bloomberg: BSCV <GO>

