

企業アップデート

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

2019年8月20日

推奨

Nguyen Thi Hong (業界分析)

hongnt@bsc.com.vn

目標価格 19,212

終値 16,500

Upside +17%

Le Quoc Trung (テクニク分析)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格 N/A

損切値 16,500

市場データ

発行済株式数(100万株) 4,000

時価総額(10億ドン) 67,200

過去52週間の最高値(VND) 16,800

過去10日の売買高(株) 2,210,690

外国人投資家の保有率 0.65%



株価の推移(1年間)



企業概要: GVRが2006年に設立された。

成長原動力が土地譲渡から由来する

評価

BSCは、DCF方法に基づくGVRの理論価格を19,212VND/株と評価し、投資評価を「買い」とした。

投資理論

- 2019年のゴム価格はわずかに回復し、世界のゴム価格の上昇に伴い上昇すると予測されています。
- 木材事業はCPTPP、EVFTAの貿易協定の恩恵を受けることで、前向きな業績を達すと見込まれた。
- 農業用から工業団地区用への土地使用目的変更する傾向。

事業傾向

- 特別な利益はゴム作地から工業団地区用への土地使用目的変更したことから由来した。第1期(2019年~2020年): Nam Tan Uyen 工業団地区、VSIP、Long Thanh 空港からの1,500ヘクタール; 第2期(2021年~2025年): 東南部における各県・市での7,000ヘクタール。譲渡価格: 約6億VND/ヘクタール。
 - GVRは好調な業績を達しなかった子会社における保有株式を売却する計画がある。GVRは2019年第3四半期にホーチミン市場に上場する計画。
- 2019年業績の予測。BSCは、2019年には、以下の仮定に基づくGVRの収入を前年比19.97%増の23兆6,500億ドン、税引後利益を同11.84%増の3兆7,280億ドンと予想しております。

- ゴム事業の収入は前年比27%増の15兆4,060億ドンとなる。売上総利益率は13%となる。販売量は前年比20%増の450~460tとなり、ゴム販売価格は同5%増の3,450万VND/tとなる。
- 木材事業の収入は前年比10%増の3兆8,183億2,000万ドンとなる。売上総利益率は26%となる。

2019年8月20日

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

3. 工業団地経営事業の収入は1兆2,890億ドンとなる。

2019年上半期の業績:収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比35%増の7兆6,110億ドン、同34%増の1兆580億ドンとなった。

投資リスク

- 1.土地譲渡の進捗が遅いリスク
- 2.木材価格とゴム価格の変動

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

BSC は、DCF 方法に基づく GVR の理論価格を 19,212VND/株と評価し、投資評価を「買い」とした。

- 農業用から工業団地区用への土地使用目的変更する潜在**
 - GVR が土地面積の 40 万 7,800 ヘクタールを保有している。
 - FDI 資本のおかげで、工業団地区用土地の需要が高まっている。
 - 工業団地区用土地の価格は 2017 年～2018 年の期間に比べて 2 倍増加する見込みだ。
- 回収とホーチミン市場へ上場**
 - 2019 年～2020 年の期間における GVR は非コア事業から投資資本を回収し、回収額が約 2 兆 2,000 億ドン飲み込み。
 - ホーチミン市場への上場。GVR が 2019 年第 3 四半期にホーチミン市場へ上場する計画。
- 国内ゴム価格の回復**
 - 2019 年 7 月の世界ゴム価格は 200.6 円/キロで、2018 年の平均水準より 18%増加した。
 - 2019 年上半期には、ゴム価格は回復したが、ゴム価格の成長余地が大きく残っていないと、前年比 5%増の 3,400 万 VND～3,500 万の範囲で推移するだろう。
- 木材事業の成長見通しがある。**
 - GVR は木材メーカー会社の 13 社を保有している。そのうち、集成材は国内市場シェアの 60%を占め、MDF 木材は市場シェアの 50%を占めています。そのために、GVR は貿易戦争と協定から恩恵を受けるだろう。
 - 輸出活動の明るい見通しと共に、日本、カナダなどの先進国から機械、設備、技術を輸入する際の輸入税が CPTPP 協定のおかげで、引き下げる。そのために、木材企業がコストを削減される。
 - 売却面積は年間 1 万ヘクタールとなる。
- 評価**
19,212VND/株
 - コア事業の価値は 1 万 5,075VND/株である。
 - 残り価値と土地譲渡からの利益は約 4,137VND/株である。

投資観点

1. 農業用から工業団地区用への土地使用目的変更する潜在

GVRが土地面積の40万7,800ヘクタールを保有している。

FDI資本の大幅な増加と貿易戦争なので、工業団地区用土地の需要が高まっている。投資計画省のレポートによると、2019年上半期には、工業団地区・経済段地区はFDI資本を最も誘致し、新規認可額(推定値)が87億ドルで、FDIの総額の48.3%を占めている。そのうち、Dong Nai、Binh Duong、Binh Phuocなどの南部が最も誘致した。そのために、GVRが工業団地区建設の需要を満たすために、土地譲渡を強化している。土地譲渡が2期に分かれる見込み。(1)第1期(2019年~2020年): Nam Tan Uyen工業団地区、VSIP、LongThanh空港からの1,500ヘクタール;第2期(2021年~2025年): 東南部における各県・市での7,000ヘクタール。譲渡価格: 約6億VND/ヘクタール。

株式化後 GVR の土地面積

| 社名 | 農業土地(ヘクタール) | 非農業土地(ヘクタール) | 面積の合計(ヘクタール) |
|----------------|-------------|--------------|--------------|
| 親会社と子会社 | 212.295 | 4.078 | 216.373 |
| 株式会社と有限会社の都市面積 | 261.781 | 13.776 | 275.557 |
| 国内土地面積 | 118.192 | 7.800 | 125.992 |
| ゴム | 117.799 | 2.436 | 120.235 |
| 東南部 | 58.915 | 881 | 59.796 |
| 西ハイランド | 19.705 | 320 | 20.025 |
| 中部沿岸 | 4.581 | 299 | 4.880 |
| 北部の山岳地帯 | 34.597 | 937 | 35.534 |
| ゴム | - | 27 | 27 |
| 木材 | - | 142 | 142 |
| 工業団地区 | | 4.438 | 4.438 |
| 水力発電 | 393 | 752 | 1.145 |
| その他 | - | 5 | 5 |
| 海外土地面積 | 143.589 | 5.975 | 149.564 |
| ラオス | 28.311 | 968 | 29.279 |
| カンボジア | 115.278 | 5.008 | 120.286 |

ソース: GVR, BSC Research

工業団地区用土地の価格は2017年~2018年の期間に比べて2倍増加する見込みだ。PHRとNTCは既に交渉が完了し、Nam Tan Uyen 3への補償価格が250億VND/ヘクタールになる。PHRもVSIPへ691ヘクタールを250億ドル/ヘクタールで譲渡すると、資本金に20%を

GVR -ベトナムゴム工業グループ

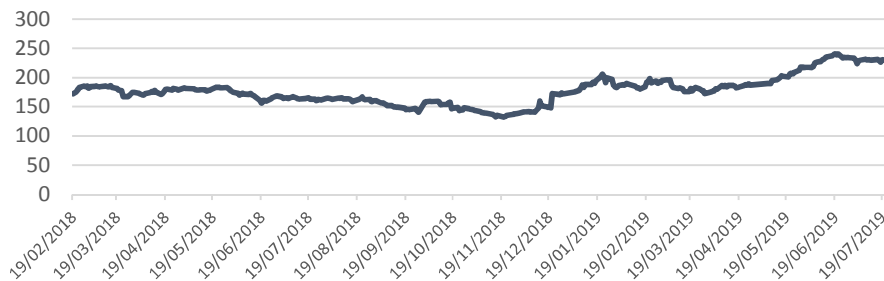
BSC

追加寄与するだろう。Long Thanh 空港案件では、補償価格は 6 億 VND/ヘクタールである。そのために、NTC と VSIP への土地を譲渡した後、PHR の利益は 8 兆 650 億ドン見込みだ。

2.国内ゴム価格は 2018 年に急落した後、わずかに回復すると期待される。

2019 年 1-7 月期には、世界ゴム価格は大きく回復し、2018 年より 18% 増の 200.6 円/キロとなった。ゴム価格の回復は、(1)2019 年 7 月の原油価格が 2018 年第 4 四半期より 2.8% 増の 57.5 ドル/バレルであることから、合成ゴム価格を引き上げ、天然ゴムの消費量を増加させた；(2)タイ、インドネシアとマレーシアという世界最大規模の天然ゴム生産国は世界市場のゴム価格を増加させるために産量の 30 万tを削減した；(3) 中国のゴム生産量の 50%を占めている雲南省の気候は乾季であり、ゴム樹脂収穫量に影響を与えたことから由来した。

世界ゴム価格(JYP/kg)



ソース: BBG, BSC Research

2019 年上半期には、ゴム価格が回復したが、ゴム価格の成長余地が大きく残っていないで、前年比 5% 増の 3,400 万~3,500 万 VND/t の範囲で推移すると評価しております。原因は以下の通り。

- 中国での自動車販売量の成長が減速した。2019 年上半期には、自動車販売量は前年同期比 14% 減の 1,010 万台となった。Goldman Sachs の予測によると、世界的な自動車販売量の成長率が 2019 年に 7% と減少する可能性がある。長期的には、天然ゴム消費が自動車用タイヤと自動車の消費に依存すると考えております。
- 供給過剰の状況が続く。タイ、インドネシアとマレーシアという世界最大規模の天然ゴム生産国は世界市場のゴム価格を増加させるために産量の 30 万tを削減したものの、ゴム価格に短期的な影響を与えるだろう。また、在庫量は 110 万tを超えると推定された。
- ゴム価格は低い水準で留まっているので、ゴム価格が回復すると、ゴムが大きく売値される、又は、供給量が増加する。その時、ゴム価格が早速下落するだろう。

そのために、2019 年の国内ゴム価格は 前年比 5% 増の 3,400 万~3,500 万 VND/t の範囲で推移すると仮定しております。

3.木材事業の成長見通しがある。

GVR - ベトナムゴム工業グループ

BSC

ベトナムの木材製品の輸出額は米中貿易戦争により特に米国で大きく増加した。関税総局のデータによると、2019年5月にベトナムの木材と木材製品の輸出額は前年同期比23.89%増の9億200万ドルとなった。米国はベトナムの最大輸出市場であり、輸出額が前年同期比35%増の1兆8,390億ドン、全国輸出額の46%を占めている。

2016年～2019年におけるベトナムの木材・木材製品の輸出額



ソース: 税関総局

木材事業の成長余地が大きく残っていると考えております。原因は、(1) GVR が GVR は、木材及び木材製品輸出の前向きな見通しから間接的に恩恵を受ける; (2) GVR は木材メーカー会社の13社を保有している。そのうち、集成材は国内市場シェアの60%を占め、MDF木材は市場シェアの50%を占めています。そのために、GVR は貿易戦争と協定から恩恵を受けるだろう。(3) 譲渡土地面積は年間1万ヘクタールであることから由来した。

4. 資本回収とホーチミン証券取引所に上場

- 2019年～2020年の期間におけるGVRは非コア事業から投資資本を回収し、回収額が約2兆2,000億ドン飲み込み。
- ホーチミン市場への上場。GVRが2019年第3四半期にホーチミン市場へ上場する計画。

2019年上半期の好調な業績

収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比35%増の7兆6,110億ドン、年間計画の31.45%を達成し; 同34%増の1兆580億ドン、年間計画の25.4%を達した。そのうち、(1) ゴム樹脂経営事業による収入は前年同期比59%増の4兆4,840億ドン、売上総利益率が13%で、総収入

2019年8月20日

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

に 59%を寄与した。ゴム樹脂の収入が消費量の増加で大幅に増加したが、ゴム価格が 3,200 万~3,300 万 VND/tで低い水準で維持した。(2)木材事業による収入は前年同期比 7%増の 1 兆 5,790 億ドンとなった。(3) 伐採したゴムの木の売却による収入は前年同期比 14%増の 5,250 億ドンとなった。

業績の予測と評価

2019年業績の予測。BSCは、2019年には、以下の仮定を基づくGVRの収入を前年比19.97%増の23兆6,500億ドン、税引後利益を同11.84%増の3兆7,280億ドンと予想しております。

- ゴム事業の収入は前年比27%増の15兆4,060億ドンとなる。売上総利益率は13%となる。販売量は前年比20%増の450~460tとなり、ゴム販売価格は同5%増の3,450万VND/tとなる。
- 木材事業の収入は前年比10%増の3兆8,183億2,000万ドンとなる。売上総利益率は26%となる。
- 工業団地区経営事業の収入は1兆2,890億ドンとなる。

評価:BSCは、DCF方法を基づくGVRの理論価格を19,212VND/株と評価し、投資評価を「買い」とした。

2019年8月20日

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

GVR - ベトナムゴム工業グループ

BSC

財政分析

| | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | Q1 2019 | Q2 2019 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高 | - | 4,847 | 7,806 | 3,414 | 4,198 |
| 売上総利益 | - | 968 | 1,797 | 633 | 784 |
| 財務収入 | - | 171 | 334 | 102 | 206 |
| 財務費用 | - | (186) | (418) | (135) | (189) |
| 借入利息 | - | (139) | (232) | (130) | (166) |
| 販売費用 | - | (115) | (180) | (80) | (93) |
| 管理費用 | - | (317) | (562) | (283) | (327) |
| 営業利益/損失 | - | 582 | 1,039 | 280 | 509 |
| | - | 34 | 1,320 | 129 | 353 |
| 他の収入 | | | | | |
| 税引前利益 | - | 616 | 2,359 | 409 | 863 |
| 税引後利益 | - | 488 | 1,863 | 315 | 744 |
| 少数株主持分 | - | 32 | 399 | 106 | 108 |
| 親会社株主利益 | - | 456 | 1,464 | 209 | 636 |
| EPS | | | | | |
| 短期資産 | - | 16,751 | 18,388 | 17,374 | 17,616 |
| 現金及び現金相当 | - | 9,242 | 10,762 | 9,861 | 10,661 |
| | - | 2,417 | 3,086 | 3,354 | 2,831 |
| 短期未収金 | | | | | |
| 在庫 | - | 4,124 | 3,560 | 3,147 | 3,095 |
| 他の短期資産 | - | 969 | 981 | 1,012 | 1,027 |
| 長期資産 | - | 58,251 | 59,311 | 59,192 | 58,442 |
| 長期未収金 | - | 1,360 | 1,528 | 937 | 936 |
| 固定資産 | - | 24,696 | 25,307 | 27,639 | 28,002 |
| 進行中である長期資産 | - | 25,491 | 25,538 | 23,147 | 21,462 |
| 他の長期資産 | - | 2,167 | 2,358 | 2,410 | 2,734 |
| 総資産 | - | 75,002 | 77,700 | 76,566 | 76,059 |
| 買掛金 | - | 27,032 | 27,615 | 26,477 | 26,284 |
| 短期負債 | - | 9,648 | 9,735 | 7,887 | 7,956 |
| 短期借入 | - | 3,381 | 3,090 | 2,953 | 2,803 |
| 長期負債 | - | 17,384 | 17,880 | 18,590 | 18,327 |
| 長期借入 | - | 10,202 | 10,305 | 10,227 | 9,750 |
| 株主資本 | - | 47,970 | 50,084 | 50,089 | 49,775 |
| 出資資本 | - | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 |
| 未処分利益 | - | 1,016 | 2,903 | 2,793 | 3,126 |

2019年上半期には、売上高は前年同期比35%増の7兆6,110億ドンとなった。そのうち、ゴム樹脂経営事業による収入は前年同期比59%増の4兆4,840億ドン、売上総利益率が13%で、総収入に59%を寄与した。ゴム樹脂の収入が消費量の増加で大幅に増加したが、ゴム価格が3,200万~3,300万 VND/tで低い水準で維持した。

2019年6月30日の時点での現金及び現金相当は4兆7,270億ドンで、総資産の6.3%を占めた。

長期未収金はベトナムゴム金融有限会社から由来した。

在庫が減少した。

未実施収入は年初より14%増の7兆9,800億ド

2019年8月20日

GVR -ベトナムゴム工業グループ

| | | | | | |
|------------|---|--------|--------|--------|--------|
| 総資本 | - | 75,002 | 77,700 | 76,566 | 76,059 |
| 売上高の成長率(%) | - | - | - | - | - |
| 売上総利益率 | - | 20.0% | 23.0% | 18.5% | 18.7% |
| 借入費用／売上高 | - | 2.9% | 3.0% | 3.8% | 4.0% |
| 販売費用／売上高 | - | 2.4% | 2.3% | 2.4% | 2.2% |
| 管理費用／売上高 | - | 6.5% | 7.2% | 8.3% | 7.8% |
| 純利益率 | - | 10.1% | 23.9% | 9.2% | 17.7% |

BSC

ンで、インフラと工業団地区の賃貸から由来した。

売上総利益率は 18.7% で、2018 年から減速した。

GVR - ベトナムゴム工業グループ

BSC

いくつかの基本的な財務指標

| | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | Q1 2019 | Q2 2019 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1. 支払能力 | | | | | |
| 流動比率 | - | 1.74 | 1.89 | 2.20 | 2.21 |
| 当座比率 | - | 1.21 | 1.42 | 1.68 | 1.82 |
| 2. 資本構成 | | | | | |
| 短期資産/総資産 | - | 0.22 | 0.24 | 0.23 | 0.23 |
| 長期資産/総資産 | - | 0.78 | 0.76 | 0.77 | 0.77 |
| 負債比率/総資産 | - | 0.36 | 0.36 | 0.35 | 0.35 |
| | - | 0.56 | 0.55 | 0.53 | 0.53 |
| 負債比率/株主資本 | | | | | |
| 短期負債/総資産 | - | 0.13 | 0.13 | 0.10 | 0.10 |
| 長期負債/総資産 | - | 0.23 | 0.23 | 0.24 | 0.24 |
| 3. 稼働能力 | | | | | |
| 棚卸資産回転率 | - | - | 5.6 | 8.1 | 7.8 |
| 売掛金回転率 | - | - | 20.7 | 30.9 | 61.4 |
| 買掛金回転率 | - | - | #N/A | 46.3 | 21.6 |
| 在庫日 | - | - | 65.7 | 45.3 | 46.8 |
| 売掛日 | - | - | 17.6 | 11.8 | 5.9 |
| 買掛日 | - | - | #N/A | 7.9 | 16.9 |
| 現金回転率 | - | - | #N/A | 49.3 | 35.9 |
| 4. 利益性 | | | | | |
| 税引後利益/売上高(%) | - | 10.1% | 23.9% | 9.2% | 17.7% |
| 税引後利益/株主資本(%) | - | - | - | 10.6% | 13.7% |
| 税引後利益/総資産 | - | - | 6.1% | 7.0% | 4.5% |
| 資産運用による収益/売上 | - | 12.0% | 13.3% | 8.2% | 12.1% |
| 5. DuPont モデル | | | | | |
| 総資産/株主資本 | - | - | - | 1.53 | 1.53 |
| 収入/総資産 | - | - | 0.33 | 0.42 | 0.27 |
| EBIT/収入 | - | - | 0.26 | 0.24 | 0.24 |
| EBT/EBIT | - | - | 0.89 | 0.87 | 0.86 |
| 利鞘/税引前利益 | - | - | 0.79 | 0.79 | 0.80 |

流動比率と当座比率が僅かに増加した。

資産構成。長期資産が総資産の77%を占めて、安定している傾向がある。

借入比率は業界の平均水準で留まっている。短期負債/総資産の比率が減少している傾向があるが、長期負債/総資産の比率が増加している傾向がある。

稼働能力の比率が向上されている傾向がある。そのために、現金回転期間が36日である。

株主資本株収益率は、2019年初比大きく成長しています。

GVR -ベトナムゴム工業グループ

BSC

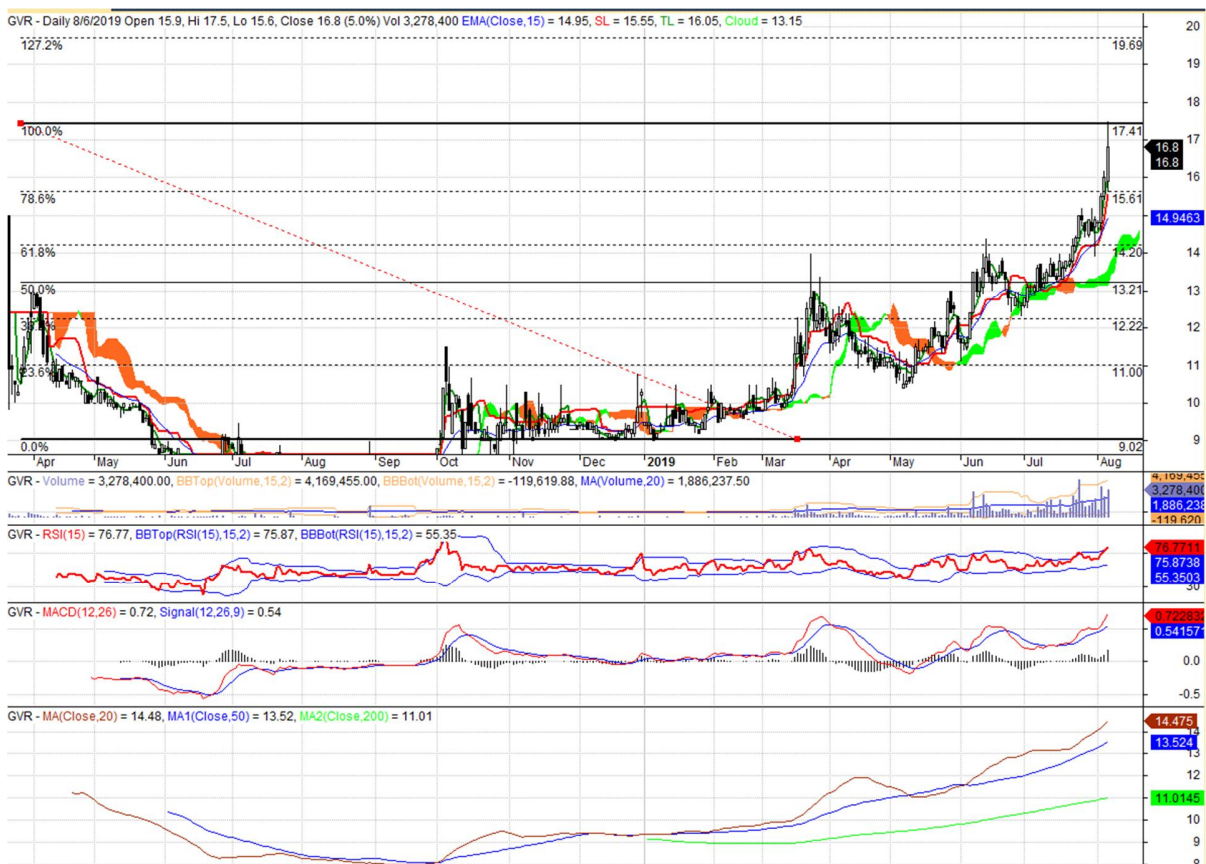
GVR_上昇傾向

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 上昇
- MACD 指標: プラス分岐、シグナル線を上回った
- RSI 指標: 買われ過ぎゾーンにあり、ボリンジャー線の上に突破
- MA: 3つのMAが上昇傾向を維持している。

評価: GVR は 3 月から上昇している傾向にある。売買高は高い水準で留まって、20 日の平均水準を上回っている。これは、GVR がキャッシュフローを誘致すると示した。MACD 指標と RSI 指標は GVR の上昇傾向を示した。しかし、GVR が買われ過ぎゾーンにあり、ボリンジャー線の上に打ったのは GVR が短期的に下落するか累積する可能性があるとした。株価が一目クラウド線によりサポートされているのは堅調な上昇傾向を示した。

推奨: 買値: 15~16、利益確定売値: 19.7、損切り価格: 14 の下。



ソース: Amibroker, 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 ホーチミン支店

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>

