

業界: 機械製造業

推奨 観察

ベトナム動力農業機械総公社- (UpCOM: VEA) 高い配当率を維持

現値:	44,900	レポート作成日:	17/09/2020	株主構成	
前理論価格	44,210	流行中株数(100 万)	1,328.8	商工省	88.47%
前理論価格	46,589	時価総額(10 億ドン)	58,467	PYN Elite Fund	6.00%
配当率	11.6%	過去 6 ヶ月平均売買高	169,920		
上昇率	4%	外国人投資家保有率	43.2%		

業界分析:

Nguyễn Thị Hồng
(工業団地区域、ゴム業、タイヤ業、自動車業)
hongnt@bsc.com.vn

評価

- BSC は PE 方法に基づく VEA の理論株価を 2020 年 9 月 17 日の終値比 4%増、前理論価格比 5%増の 4 万 6,589VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC はバイク販売量が前年比 10%減となり、自動車販売量がどう 25%減となるという仮定に基づく、2020 年税引後利益を前年比 21%減の 5 兆 7,770 億ドン、EPS を 4,313VND/株、PEFWD を 10.1xと予測しております。

投資観点

- VEA は豊かな現金を有し、高い配当率(額面比 10~11%)を維持している。

リスク

- バイクと自動車の消費量は新型コロナウイルス感染症の影響で減少する。

企業アップデート

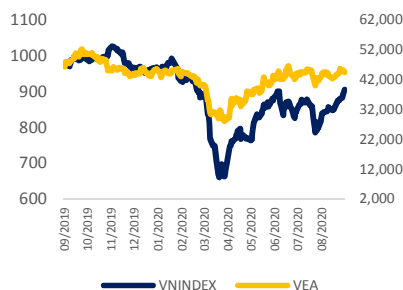
- 2020 年上半期の業績は新型コロナウイルス感染症の流行に影響された。
- 2020 年業績傾向は VEAM 自動車の在庫処理の期待でかなり楽観的だ。親会社の 2020 年業績は、収入が前年比 71%増の 1 兆 1,710 億ドンで、税引後利益が同 4%減の 6 兆 7,410 億ドンを達す計画。
- VEA は高い配当率(額面比 11.5%)を維持している。VEA は現金配当の 5,252VND/株を支払う計画。この計画は財務省に提出している。

テクニク分析:

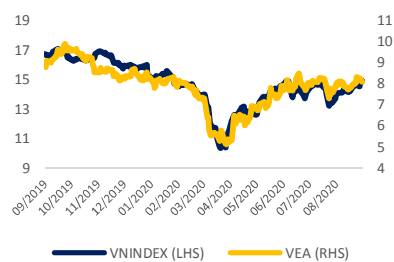
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: 53,150 VND
損切り値: 40,220 VND

株価の推移



P/E



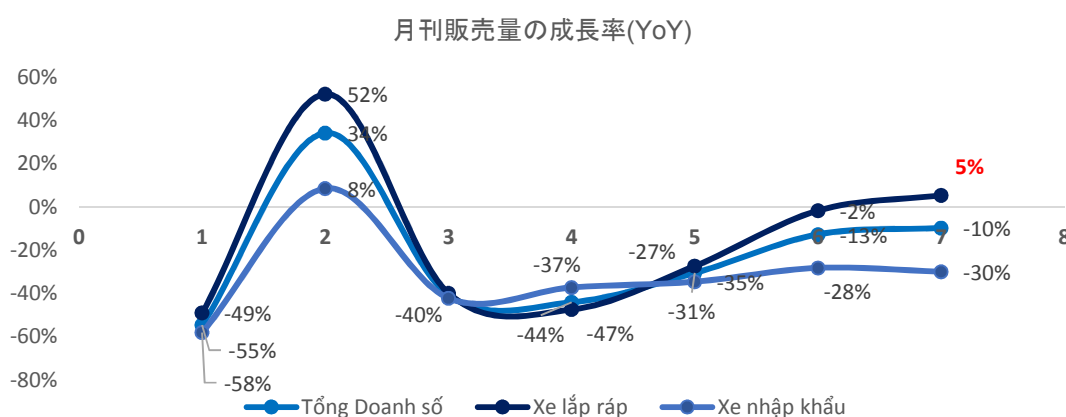
	2019	2020F	Peer	VN-Index
PE (x)	8.2	10.1	12.7	10.9
PB (x)	2.2	2.2	0.7	1.9
PS (x)	13	13	0.4	29
ROE (%)	27%	21%	2.8%	13.3%
ROA (%)	22%	17%	1.2%	2.3%
EV/ EBITDA (x)	3.9	5.2	14.6	11.7

	2018	2019	2020F	2021F
収入	7,070	4,486	4,180	4,121
売上総利益	603	98	230	225
税引後利益	7,027	7,301	5,943	6,554
EPS	5,260	5,450	4,437	4,880
EPS 成長率	40%	4%	-19%	10%
純借入/株主資本	2%	1%	1%	1%

企業アップデート

自動車市場は国内組立車向け登録料が 50%に減少したため、2020 年第 2 四半期末に回復した。

2020 年上半期には、全市場の販売総量は前年同期比 28%減の 13 万 890 台で、そのうち、国内組立車の販売量が前年同期比 22%減となり、輸入車の販売量が同 36%減となった。しかし、2020 年 6 月での販売量は前月比 26%と大幅に増加し、前年同期比では-13%減少した。国内組立車の消費量は回復して、特に 7 月前年同期比 5%増となった。



ソース: VAMA, BSC Research

BSC の評価によると、この回復は(1)販売量は国内組立車の登録料が 50%に減少したため増加している、(2)人出は社会的な隔離措置が緩和された後増加したことから由来した。BSC は 2020 年の残り数ヶ月の販売量が僅かに増加し、2020 年の平均自動車販売量が前年比では-25%減少すると期待しております。

新規登録料でいくつかの自動車モデルの販売価格

社名	モデル	販売価格 (100 万 VND)	減少額(100 万 VND)	
			Min	Max
Toyota	Vios CC	570	28.5	34.2
	Corolla Altis CC	932	46.6	55.9
	Innova CC	995	49.8	59.7
	Fortuner CC	1,354	67.7	81.2
Honda	City CC	599	30.0	35.9
Ford	EcoSport CC	689	34.5	41.3
	Tourneo CC	1,069	53.5	64.1

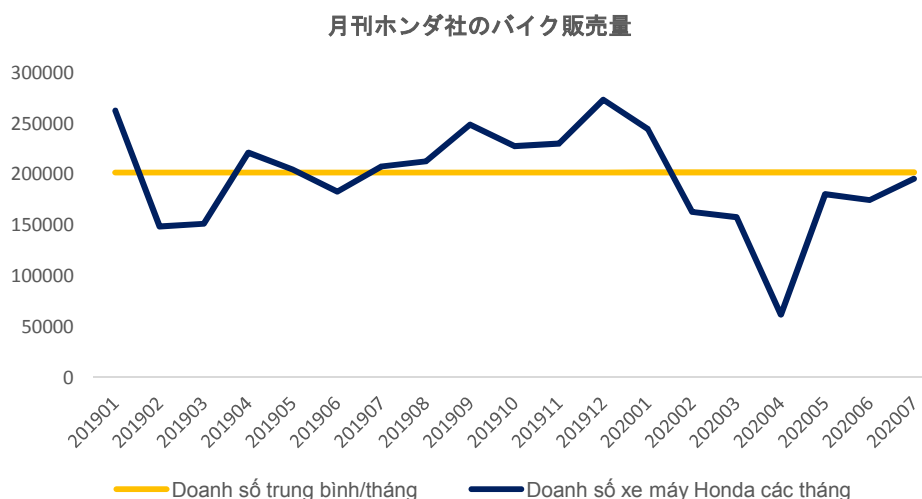
ソース: BSC Research

新型コロナウイルス感染症の流行は 2020 年第 1 四半期のバイク市場に大きな影響を与えなかった。2020 年第 1 四半期のバイク販売総額は前年同期比 3%減となった。現在、オートバイメーカー協会は 2020 年第 2 四半期のバイク販売量をまだ発表していないが、

BSC が 2020 年第 2 四半期のバイク販売量が工場と代理店の 4 月一時的な閉鎖により前年同期比大幅に減少すると評価しております。

2020 年上半期には、VEA の税引後利益は新型コロナウイルス感染症の流行により前年同期比 31%減の 2 兆 2,950 億ドンを達した。また、連結会社の業績も前年同期比減少し、とりわけ、ホンダ、トヨタと Ford の販売量がそれぞれ、前年同期比 13%減、同 35.8%減、同 43%減となった。

2020 年上半期には、ベトナムホンダのバイク販売量は前年同期比 16%減となった。2020 年 4 月単位には、バイク販売量は全国社会隔離措置により前年同期比 72%減となった。しかし、バイク販売量の減少が 2020 年 5 月と 6 月に縮小し、それぞれ、前年同期比 12%減、同 6%減となった。そのために、BSC は、バイク販売量が 2020 年末の数ヶ月に回復し、前年比は-10%減少すると考えております。



ソース: Honda VN, BSC Research

2020 年第 2 四半期には、ベトナムトヨタの自動車販売量は前年同期比 35.8%減となり、シェアは 21.6%で、前年同期の 24.3%から減速した。

ベトナム Ford は最も悪い影響を受けた VEA の合併会社です。2020 年上半期には、Ford の自動車販売量は前年同期比 51%減の 1 万 7,149 台で、シェアが 8.3%で、前年同期の 10.5%から減速した。

親会社は追徴税の返還により売上総利益を改善した。

2020 年 6 ヶ月には、VEA のコア事業の売上高は前年同期比 20%減の 1 兆 7,800 億ドンを達したが、コア事業の利益は 1,780 億ドンを達した。

2020 年 6 ヶ月の利益率は 10%で、前年同期の 1.2%から増加した。

BSC の評価によると、VEA のコア事業見通しは今後新型コロナウイルス感染症の流行により低迷になり、VEAM の 2020 年トラック販売量と平均販売額がそれぞれ、前年比-5%減、同 5%減となるだろう。

VEA の 2020 年計画

(1) VEA の業績は VEAM 自動車の在庫処理の期待を受け、非常に楽観的だ。2020 年の売上高は前年比 71%増の 1 兆 1,710 億ドンを達す見込みだ。主に連結会社から由来する資産運用による収益は前年比 4%減の 7 兆 5,800 億ドンの見込みだ。

(2) VEA は 2019 年の現金配当を支払う予定で、配当率は 5,252VND/株(額面比 52.52%相当)である。BSC は、VEA の 2020 年～2021 年の配当率が額面比 45～50%であり、新型コロナウイルス感染症の後次の年間に引き上げると期待しております。

(3) VEA は 2020 年にハノイ証券取引市場へ転換すると期待されている。

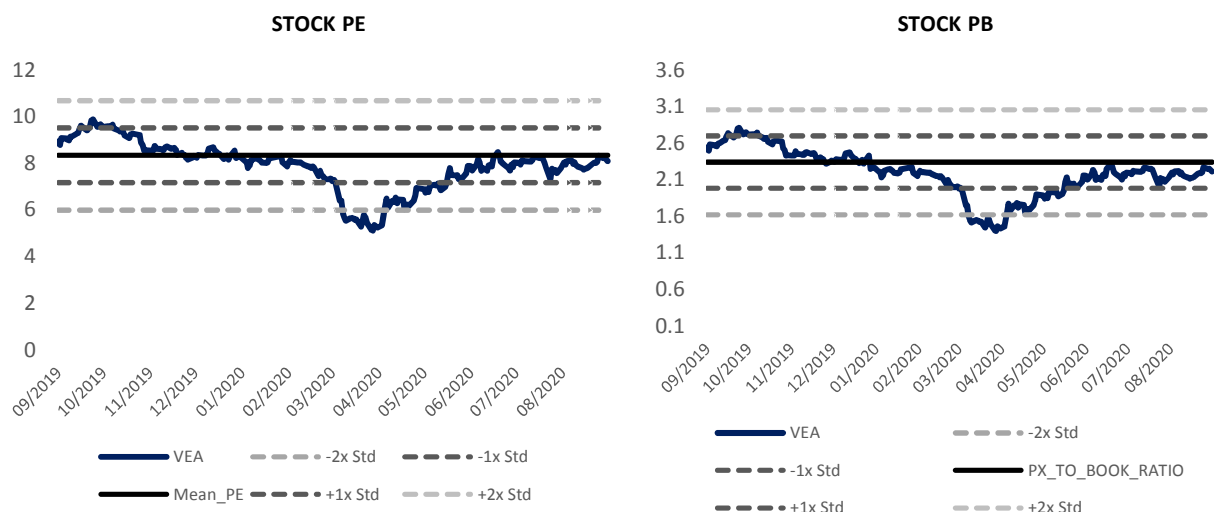
2020 年業績の予測。収益は新型コロナウイルス感染症の流行に減少するだろう。2020 年下半期には、BSC は、VEA の業績がバイクと自動車の販売量の増加で改善されると評価しております。BSC は以下の仮定を基づく、2020 年には、VEA の税引後利益を前年比 21%減の 5 兆 7,770 億ドン、EPS を 4,313VND/株、PEFW を 10.1xと予測しております。

- 2020 年バイク販売量は前年比 10%減となる。2020 年下半期には、バイク販売量は前年同期比 10%減となる。ホンダの純利益率は 14.6%である。
- 連結会社の自動車販売量は前年比 25%減となる。トヨタの純利益率は 10.5%である。

評価: VEA の PE は 10xで安定的に推移している。BSC は PE 方法を基づく VEA の理論株価を 2020 年 9 月 17 日の終値比 4%増、前理論価格比 5%増の 4 万 6,589VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

P/E 方法	
P/E VEA	10.5
EPS VEA 2020	4,437
合理的な株価	46,589
現値(2020 年 9 月 17 日)	44,900
Upside	4%

ソース: BSC Research



株価の推移



付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	7,070	4,486	4,180	4,121
売上原価	6,467	4,389	3,950	3,896
売上総利益	603	98	230	225
販売費用	-89	-116	-78	-78
企業管理費用	-465	-456	-413	0
営業利益／損失	49	-474	-261	147
金融活動収益	416	903	979	937
金融活動費用	-79	-22	-21	-22
借入費用	-20	-22	-13	-9
合併・関連会社関連収益	6,852	7,126	5,475	6,005
他の収益	-9	-101	-101	0
税引前利益	7,126	7,450	6,064	6,654
法人税額	-99	-149	-121	-100
税引後利益	7,027	7,301	5,943	6,554
少数株主持分	37	58	47	66
少数株主利益等控除利益	6,990	7,243	5,896	6,488
EBITDA	6,812	7,110	5,688	6,243
EPS	5,260	5,450	4,437	4,880

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	342	5,577	3,035	2,706
短期投資	9,650	11,265	12,749	12,749
短期未収金	4,011	4,180	3,887	3,833
棚卸資産	2,306	1,848	1,714	1,690
その他流動資産	100	131	125	124
他流動資産	16,408	23,001	21,510	21,102
有形資産	4,742	4,850	5,484	5,901
原価償却	-2,493	-2,814	-3,177	-3,573
建設中非流動資産	0	0	0	0
長期投資	6,970	7,432	7,432	7,432
他の非流動資産	373	391	391	391
非流動資産	9,998	10,300	10,135	10,156
総資産	26,406	33,301	31,645	31,258
買掛金	1,557	6,434	5,865	5,548
短期借入	384	179	102	95
他の短期借入	1,015	6,104	5,685	5,357
短期借入総額	1,399	6,283	5,787	5,452
長期借入	116	80	78	96
他の長期借入	12	27	42	41
長期借入	158	151	120	137

キャッシュフロー会計 (10 億ドン)	2018	2019	2020F
税引後利益	7,126	7,450	6,064
原価償却及び割当て	292	321	363
流動資本変更	-2,682	763	179
他の修正	-8,932	-8,082	-6,387
営業活動からキャッシュ フロー	-4,196	452	219
固定資産購入額	-196	-185	-388
他の投資金	2,699	5,177	3,947
投資活動からキャッシュ フロー	2,503	4,992	3,559
配当金	-560	-22	-6,241
借入から金額	40	-241	-79
他の未収金	0	0	0
金融活動からキャッシュ フロー	-520	-263	-6,320
初期キャッシュフロー	2,488	342	5,577
中期キャッシュフロー	-2,212	5,179	-2,542
最後期キャッシュフロー	342	5,577	3,035

指数(%)	2018	2019	2020F
支払能力			
流動比率	11.7	3.7	3.7
当座比率	7.1	2.7	2.7

資本構成			
負債比率/総資産	6%	19%	19%
負債比率/株主資本	6%	24%	23%

稼働能力			
棚卸資産回転期間	119	169	156
売掛金回収期間	207	333	352
買掛金回収期間	73	36	50
現金回転率	253	466	458

利益性			
売上総利益率	9%	2%	6%
税引後利益率	99%	163%	142%
ROE	28%	27%	23%
ROA	27%	22%	19%

負債総額	1,557	6,434	5,865	5,548
出資金	13,288	13,288	13,288	13,288
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	11,360	13,411	12,444	12,355
他の株主資本	-8	-36	0	0
少数株主持分	195	197	47	66
株主資本総額	24,850	26,867	25,732	25,643
総資本	26,406	33,301	31,645	31,258
現金及び現金相当	1328,8	1328,8	1328,8	1328,8

評価			
PE	7.39	8.21	10.1
PB	2.1	2.2	2.2

成長率(前年同期比)

売上高	8%	-37%	-7%
税引後利益	527%	-867%	165%
税引前利益	39%	5%	-19%
EPS	40%	4%	-19%

ソース:BSC Research.

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 上昇傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の上にある。
- ・RSI 指標: レベル 50 を上回っている。

評価: VEA は 4 月初から大幅に上昇した後、株価の 42~45 で累積している。テクニク指標はポジティブな状態で留まっている。最近の数週間には、売買高は段々減少している傾向がある。また、RSI 指標がレベル 50 を上回っているのは中期的な上昇傾向が維持されていると示した。VEA のサポート線は株価の 47~48 である。市場は活発に引き続き取引すれば、VEA は過去の最高値を戻す可能性がある。

評価: 投資家は株価の 44-46 で買い、利益確定売りを株価の 53 で検討することができます。損切り値は株価の 40 の下である。



ソース: BSC, iTrade のテクニク分析

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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

