

推奨 観察 ベトナムゴム工業グループ (HOSE: GVR) 潜在が土地から由来するだろう。

現値:	20,050	レポート作成日:	08/12/2020	株主構成	
理論価格:	19,212	流行中株数(100万)	4,000	政府	96.77%
配当率	23,624	時価総額(10億ドン)	67,000	Trần Ngọc Thuận	0.01%
上昇率	0%	過去6ヶ月平均売買高:	5,455,769		
	17%	外国人投資家保有率	12.24%		

業界分析:

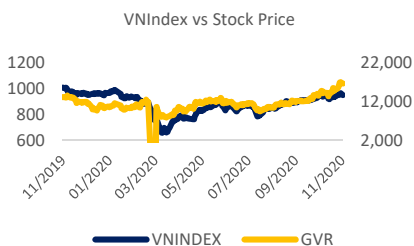
Nguyễn Thị Hồng
(工業団地区, ゴム, タイヤ, 自動車)
hongnt@bsc.com.vn

テクニク分析:

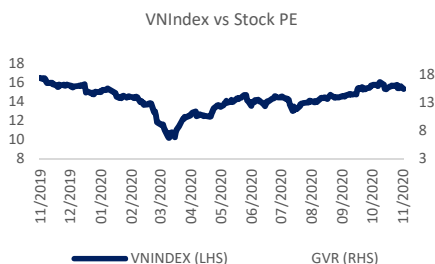
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

理論価格: 29,500
損切り値: 18,500

株価の推移



P/E



評価

- BSC はゴム・木材事業、(2)工業団地区事業、(3)投資資本の回収という要素に基づく GVR の理論価格を 20%増の 2 万 3,624VND/株と評価し、GVR の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

- BSC は 2020 年には、GVR の売上高を前年比 1%減の 19 兆 6,100 億ドン、税引後利益を同 16%増の 3 兆 8,620 億ドン、EPS を 966VND/株と予測しております。BSC は 2021 年には、GVR の売上高を前年比 18%増の 23 兆 1,850 億ドン、税引後利益を同 4.6%減の 3 兆 6,830 億ドン、EPS を 921VND/株と予測しております。

投資観点

- GVR のコア事業はゴム用から工業団地区用へ土地使用目的変更することである。(1)GVR が自社で発展している工業団地区用土地の 6,361 ヘクタール、(2)GVR が 2025 年から自社で発展する工業団地区用土地の 5,000 ヘクタール、(3)他の投資主へ土地の 2 万 3000 ヘクタールという案件を含んでいる。
- GVR は 2020 年 11 月に Long Thanh 空港へのゴム用土地の譲渡による補償を計上し、利益の 1 兆 800 億ドン(税引前利益の 21%相当)を計上する。
- ゴム価格の回復はゴム事業の利益をサポートする。BSC は 2021 年～2025 年の期間には、ゴムの生産量が前年比 5%増となる、販売価格が同 10%増となる、ゴム製品の生産量と販売価格がそれぞれ、同 5%増、同 10%増となると期待しております。
- 子会社からの資本回収。BSC は GVR が SIP からの資本回収による利益の 9,790 億ドン(税引前利益の 19%相当)を計上すると推定しております。

リスク

- 案件が法的な承認の延長に直面していることで、稼働期間も延長されている。

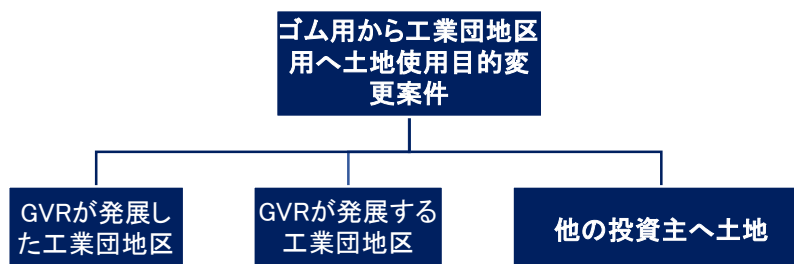
企業アップデート

- 2020年9ヶ月には、収入は前年同期比6.3%減の12兆1,320億ドンを達し、税引後利益が同12%減の2兆320億ドン、年間計画の51%を達成した。2020年第3四半期の収入は前年同期比16%増となった。

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	13.0	16.9	15.8	10.9	収入	20,048	19,713	19,610	23,185
PB (x)	0.9	1.3	1.8	1.9	売上総利益	5,246	4,515	4,266	5,285
PS (x)	0.85	0.86	2.16	29	税引後利益	3,936	3,334	4,000	3,752
ROE (%)	7.0%	8.0%	16.5%	13.3%	EPS	984	834	1,000	938
ROA (%)	4.0%	5.0%	6.5%	2.3%	EPSの成長率	41%	-15%	20%	-6%

企業アップデート

GVRのコア事業はゴム用から工業団地区用へ土地使用目的変更することである。GVRは40万7,800ヘクタールの大規模な土地面積を保有しており、ゴム用から工業団地区用へ土地使用目的の変更する傾向がある。



土地使用目的変更案件は1) GVRが自社で発展している工業団地区用土地の6,361ヘクタール、(2) GVRが2025年から自社で発展する工業団地区用土地の5,000ヘクタール、(3) 他の投資主へ土地の2万3000ヘクタールという案件を含んでいる。

GVRが発展する工業団地区

	地位	展開期間	保有率	面積
Nam Tân Uyên (NTC 3)	Bình Dương	2020	42,3%	346
Rạch Bắp 拡大	Bình Dương	2020	92,7%	360
Tân Lập I	Bình Dương	2021-2025	34,0%	400
Tân Bình 拡大	Bình Dương	2021-2025	59,6%	1.055
Hội Nghĩa	Bình Dương	2021-2025	66,6%	560
Minh Hưng III 拡大	Bình Dương	2021-2025	55,4%	590
Bắc Đồng Phú 拡大	Bình Phước	2021-2025	45,4%	400
Nam Đồng Phú 拡大	Bình Phước	2021-2025	45,4%	400
Dầu Giây 拡大	Đồng Nai	2021-2025	71,8%	75

Long Khánh 拡大	Đồng Nai	2021-2025	75,7%	500
Nam Pleiku 拡大	Pleiku	2021-2025	100,0%	200
総面積				4.886

ソース: GVR, BSC research

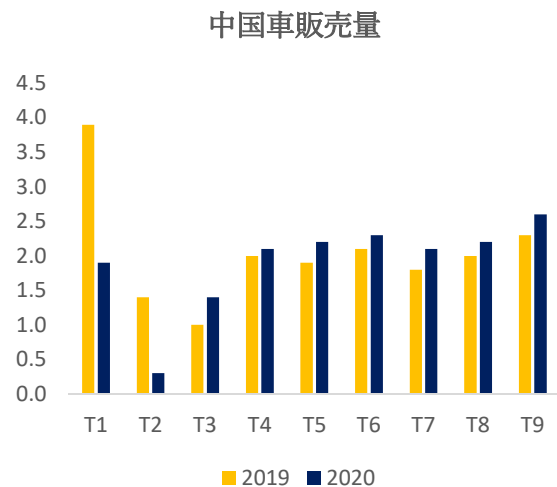
GVRは2020年11月にLong Thanh 空港へのゴム用土地の譲渡による補償を計上し、利益の1兆800億ドン(税引前利益の21%相当)を計上する。Dong Nai 省はLong Thanh 国際空港案件を実施するためにGVRのゴム土地の1,800ヘクタールに対す補償計画を承認した。それによると、補償価格は1ヘクタール当たり60万VNDである。GVRは2020年11月に土地を引き渡し、1兆800億ドンを計上する見込み。

ゴム価格の回復はゴム事業の利益をサポートする。2020年11ヶ月には、ゴムの平均価格は年初比5%増の1キロ当たり175円だった。そのうち、2020年11月では、ゴム価格は前年同期比30%増の1キロ当たり256円だった。BSCは2021年~2025年の期間には、ゴムの生産量が前年比5%増となる、販売価格が同10%増となる、ゴム製品の生産量と販売価格がそれぞれ、同5%増、同10%増となると期待しております。

BSCは中国自動車メーカーが新型コロナウイルス感染症の流行後生産活動を拡大することにつれて、天然ゴム需要が上昇すると期待しております。中国自動車メーカー協会によると、2020年第3四半期の自動車販売量は前四半期比5%増、前年同期比13%増の692万台となった。



ソース: BBG, BSC Research



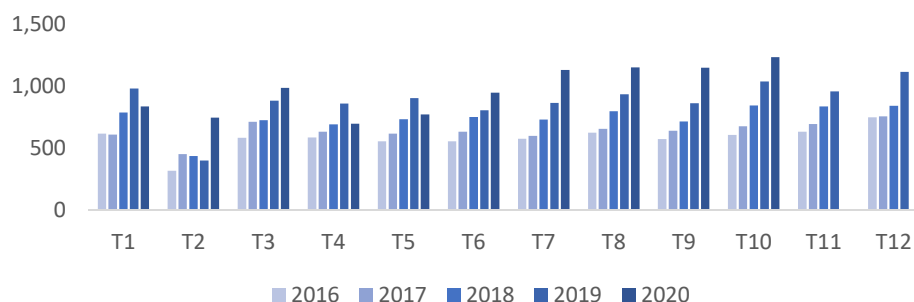
ソース: CAAM, BSC Research

木材加工事業は新型コロナウイルス感染症の流行後上昇すると予測されているが、競争力も高まるだろう。BSCは木材及び木材製品の輸出が回復するが、売上総利益率が21%で、前年の26%から減速するだろう。

(1) 木材と木材製品の輸出額は2020年5ヶ月連続で回復した。2020年10月の木材・木材製品の輸出額は前年同期比19%増の12億ドルで、2020年10ヶ月の木材・木材製品の輸出額は前年同期比13%増の96億4,000万ドルを達した。BSCは2021年~2025年間に

る木材・木材製品の輸出額の年平均成長率(CAGR)は中期的に 10%になると期待しております。GVR の場合、ゴム木材の主な市場は国内市場である。

木材・木材製品の輸出額(100万ドル)



ソース: 税関総局, BSC Research

(2) しかし、GVR の MDF 木材事業は競争性が高くなっている。

子会社からの資本回収。BSC は GVR が SIP から資本回収による利益の 9,790 億ドン(税引前利益の 19%相当)を計上すると推定しております。

(1) SIP から資本回収。現在、GVR の株式保有率は SIP における 13.5%である。GVR の回収計画は(1)第 1 期:GVR が 2020 年に SIP 株の 934 万株を株価の 9 万 7,500 万 VND/株で売却する。(2)第 2 期:GVR が 2021 年に SIP 株の 136 万株を売却するという計画がある。BSC は GVR が SIP 株の売却から利益の 9,000 億ドンを計上すると推定しております。

(2)VRG から資本回収。GVR は保有している VRG 株の 400 万株を株価の 20,800VND/株で売却することを承認した。BSC は GVR が VRG 株の売却から利益の 830 億ドンを計上すると推定しております。

業績アップデート。2020 年 9 ヶ月には、収入は前年同期比 6.3%減の 12 兆 1,320 億ドンを達した。税引後利益は同 12%減の 2 兆 320 億ドンで、年間計画の 51%を達成した。2020 年第 3 四半期には、収入が前年同期比 16%増となった。税引後利益は前年同期と相当した。

- 2020 年第 3 四半期の収入成長率は前年同期比 27%増となった。
- 木材事業の 2020 年第 3 四半期収入は前年同期比 6%増となった。しかし、競争性が高まったことで、販売価格が下落して、2020 年 9 ヶ月の売上総利益率が 21%で、前年の 26%から減速した。
- 資産運用による収益が前年同期比 3 倍増の 1 兆 3,720 億ドンで、利益が増加した。

業績予測

BSC は 2020 年には、GVR の売上高を前年比 1%減の 19 兆 6,100 億ドン、税引後利益を同 16%増の 3 兆 8,620 億ドン、EPS を 966VND/株と予測しております。BSC は 2021 年には、GVR の売上高を前年比 18%増の 23 兆 1,850 億ドン、税引後利益を同 4.6%減の 3 兆 6,830 億ドン、EPS を 921VND/株と予測しております。

ゴム事業:2020 年には、ゴムラテックスは、ゴム生産量が前年比 10%減となり販売価格が同 8%増となる、ゴム工業製品が同 20%増となり販売価格が同 10%増となる。2021 年

～2025年の期間におけるゴム生産量の年間平均成長率が5%であり、ゴムラテックスの販売価格が前年比10%増となる、ゴム工業製品が同5%増となり販売価格が同10%増となる。

木材事業:2020年には、木材生産量と販売価格はそれぞれ、前年比5%減、同15%減となる。2021年～2025年の期間における木材生産量の年平均成長率は前年比10%ぞとなり、販売価格の年平均成長率が前年比10%増となる。

工業団地区事業:賃貸面積は400ヘクタール/年であり、2020年の賃貸面積が約200ヘクタールである。賃貸価格の年平均成長率は前年比5%増となる。

資産運用収益。BSCは2020年には、GVRがSIP社とVRGにおける保有している株式を売却してから、利益の9,820億ドンを計上すると期待しております。

経営活動	2019	2020	2021	2022	2023
収入	19,713	19,610	23,185	26,476	30,482
ゴム	12,757	12,398	14,321	16,541	19,106
木材	3,681	3,282	3,974	4,804	5,813
工業団地区	1,011	1,093	1,745	1,839	1,932
その他	1,262	1,410	1,500	1,391	1,434
売上総利益	4,515	4,266	5,285	5,896	6,426
売上総利益率	23%	22%	23%	22%	21%
管販費用	(2,436)	(2,423)	(2,838)	(3,246)	(3,753)
経営活動からの利益	2,389	3,235	2,946	2,901	2,840
資産運用による収入	791	1,871	964	699	611
財務費用	(790)	(790)	(775)	(759)	(755)
他の純収入	1,862	1,691	1,751	1,720	1,736
税引前利益	4,252	4,926	4,697	4,621	4,576
税引後利益	3,334	3,862	3,683	3,623	3,588

評価

BSCはゴム・木材事業、(2)工業団地区事業、(3)投資資本の回収という要素に基づくGVRの理論価格を20%増の2万3,624VND/株と評価し、GVRの投資評価を「買い」と推奨しております。

	方法	GVRの資産(10億ドン)
ゴム・木材事業	DCF	22,605
工業団地区	RNAV	66,887
資本回収(SIP, VRG)	MV	1,200
その他	BV	2,081
NAVの合計		90,692
現金及び短期投資		15,552
借入		(11,747)

純資産価値	94,497
流行中株数(100万株)	4,000
合理的な価格(VND/株)	23,624
終値(2020年12月8日)	20,030
Upside	18%

ゴム・木材事業。

FCFF	2020	2021	2022	2023	2024
税引後利益	3,862	3,683	3,623	3,588	2,749
金利 * (1-t)	504	494	484	482	492
割引	1,110	1,138	1,169	1,232	1,420
(274)					
- 資本金の変更		(1,529)	(1,475)	(1,797)	(2,264)
- 固定資産の変更	1,170	1,359	1,633	1,908	1,976
FCFF	6,372	5,145	5,434	5,413	4,373
FCFFの現価値	6,372	4,677	4,491	4,070	2,995
FCFFの累積価値	22,605				

工業団地区。

工業団地区事業の評価シート

	価値	GVRの保有率	GVRの価値
GVRが自社で発展した工業団地区	62,334	63%	39,270
譲渡土地	32,491	85%	27,617
価値合計			66,887

(*): 平均保有率

GVRが自社で発展している工業団地区。

GVRが自社で発展している工業団地区の予測評価

工業団地区	総面積	商業用面積(ヘクタール)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-
			0	1	2	3	4	5	2035

賃貸した GVR が自 社で発展した工業 団地区	6,361	3,817 (*)	200	450	400	400	400	400	1,567
賃貸していない GVR が自社で発展 した工業団地区	5,500	3,300 (*)	-	-	-	-	-	500	2,800
平均販売価格 (USD/m2/tht)			70	74	78	82	86	90	95
% yoy			5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

ソース: BSC Research

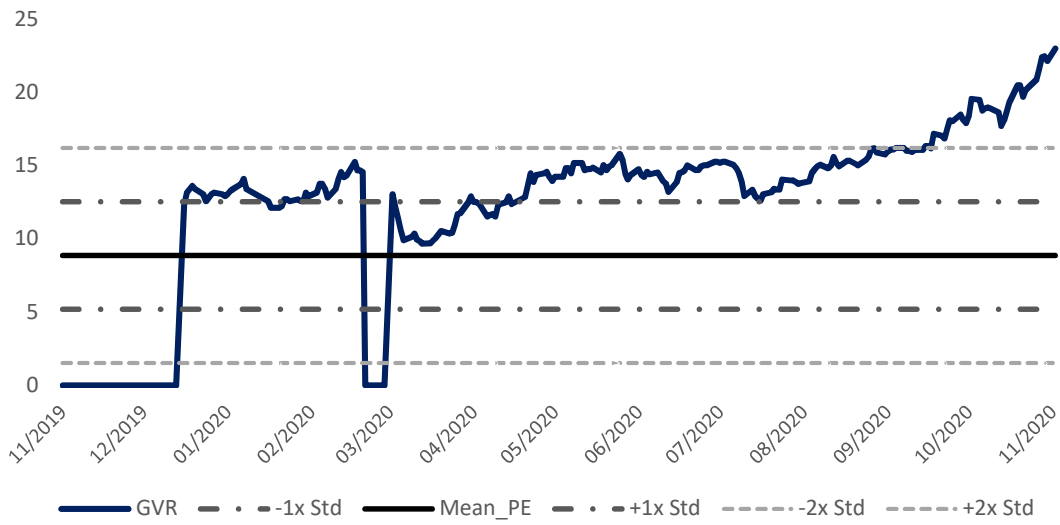
他の投資主へ譲渡案件: GVRは(1)2020年には、GVRがLong Thanh 国際空港案件へ1,800ヘクタールの土地、第3Nam Tan Uyen 案件へ346ヘクタールの土地を譲渡する; (2)2021年~2025年の期間には、VSIP 工業団地区(691ヘクタール)、PHRの第1Tan Lap 案件; (3)2026年以降、Bien Hoa市、Long Khanh市、Long Thanh, Thong Nhat, Cam My, Trang Bom, Dinh Quanなどの3,400ヘクタールの住宅地という案件を展開する予定。

ゴム用から他の投資主へ土地使用目的変更する仮定表

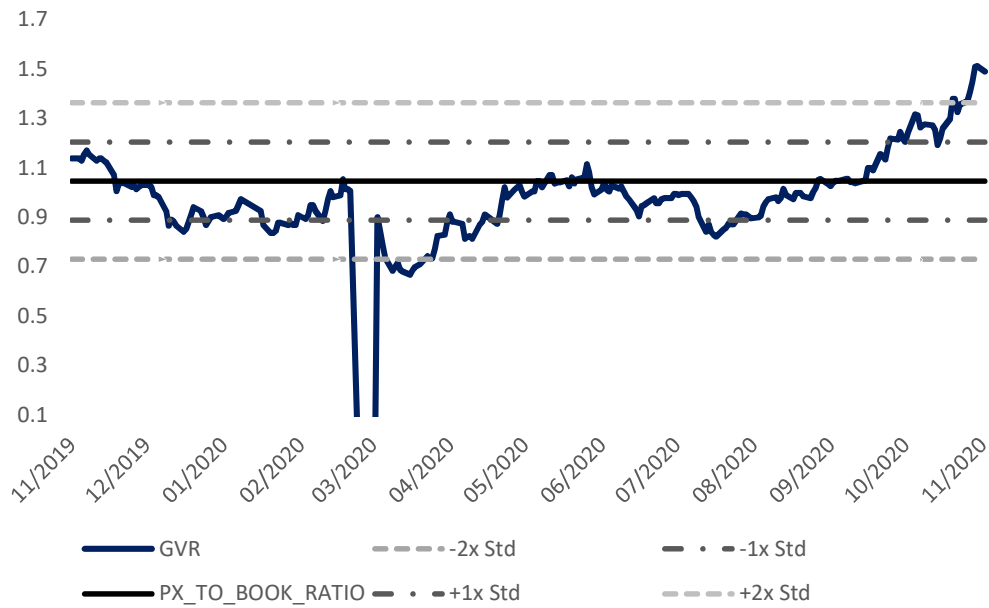
	販売価格	総面積(ヘクタール)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2035
Nam Tân Uyên 3	25億 VND/ヘクタール	346	346.0						
VSIP	25億 VND/ヘクタール	691		345.5	345.5				
KCN Lai Hưng	25億 VND/ヘクタール	600				300.0	300.0		
Long Thanh 国際空港案件	6億 VND/ヘクタール	2,100	1,800					300	
他の案件(Đồng Nai, Tây Ninh, Bình Phước, Bình Dương)	4億 VND/ヘクタール *	16,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	10,000
住宅地案件	9万 VND~438万 VND /m2	3,400							3,400

ソース: GVR, BSC Research

STOCK PE



STOCK PB



付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
売上高	20,048	19,713	19,610	23,185
売上原価	(14,801)	(15,199)	(15,344)	(17,900)
売上総利益	5,246	4,515	4,266	5,285
販売費用	(418)	(466)	(463)	(520)
企業管理費用	(1,526)	(1,970)	(1,960)	(2,318)
営業利益/損失	3,302	2,079	1,843	2,447
金融活動収益	571	791	1,871	964
金融活動費用	(706)	(790)	(790)	(775)
借入費用	(580)	(603)	(630)	(618)
合併・関連会社関連収益	313	309	311	310
他の収益	1,228	1,862	1,691	1,751
税引前利益	4,708	4,252	4,926	4,697
法人税額	(772)	(918)	(1,064)	(1,014)
税引後利益	3,936	3,334	3,862	3,683
少数株主持分	458	738	579	552
少数株主利益等控除利益	3,478	2,596	3,283	3,131
EBITDA	4,570	2,939	2,606	3,237
EPS	984	834	966	921

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020F	2021F
現金及び現金相当	5,160	7,115	6,131	4,849
短期投資	5,475	6,560	9,422	9,991
短期未収金	3,575	2,900	3,551	4,193
棚卸資産	3,286	3,507	3,395	3,960
その他流動資産	934	989	789	933
他流動資産	18,429	21,070	18,524	20,494
有形資産	25,304	27,580	25,982	26,555
原価償却	1,268	860	763	790
建設中非流動資産	25,425	21,745	26,799	25,652
長期投資	3,610	3,431	3,679	3,927
他の非流動資産	2,412	2,487	2,449	2,468
非流動資産	58,944	57,447	61,090	61,104
総資産	77,373	78,517	79,615	81,599
買掛金	28,031	27,920	28,677	29,429
短期借入	3,368	2,787	3,498	4,081
他の短期借入	6,969	6,942	6,998	8,106
短期借入総額	10,337	9,729	10,496	12,187
長期借入	10,032	9,076	9,029	8,126
他の長期借入	7,661	9,116	9,152	9,116

キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2018	2019	2020F
税引後利益	3,936	3,862	3,810
原価償却及び割当て	1,268	860	763
流動資本変更	(2,174)	351	(274)
他の修正	-	-	-
営業活動からキャッシュ フロー	3,030	5,073	4,299
固定資産購入額	(269)	(280)	(292)
他の投資金	(1,883)	(1,346)	(1,346)
投資活動からキャッシュ フロー	(2,152)	(1,626)	(1,638)
配当金	(415)	(113)	(2,000)
借入から金額	(22)	(1,379)	664
他の未収金	1,531	-	(2,309)
金融活動からキャッシュ フロー	1,094	(1,492)	(3,645)
初期キャッシュフロー	5,161	5,160	7,115
中期キャッシュフロー	(1)	1,955	(984)
最終期キャッシュフロー	5,160	7,115	6,131

指数(%)	2018	2019	2020F
支払能力			
流動比率	1.78	2.17	2.22
当座比率	1.03	1.41	1.48
資本構成			
負債比率/総資産	13%	12%	12%
負債比率/株主資本	57%	55%	56%
稼働能力			
棚卸資産回転期間	85.1	83.1	83.1
売掛金回収期間	32.2	29.2	29.2
買掛金回収期間	23.0	25.4	25.9
現金回転率	94.3	86.9	86.4
利益性			
売上総利益率	26%	23%	22%
税引後利益率	20%	17%	20%
ROE	8%	7%	8%

長期借入	17,693	18,192	18,181	17,242
負債総額	28,031	27,920	28,677	29,429
出資金	40,000	40,000	40,000	40,000
株式会社化による資本剰余金	130	130	130	130
未処分利益	4	5	4	5
他の株主資本	4,584	6,686	6,206	8,284
少数株主持分	4,624	3,776	4,624	3,776
株主資本総額	49,342	50,597	50,964	52,195
総資本	77,373	78,517	79,641	81,624
流行中株数	4,000	4,000	4,000	4,000

ROA	5%	4%	5%
-----	----	----	----

評価

PE	21.0	13.0	17.5
PB	1.7	0.9	1.3

成長率(前年同期比)

売上高	29.0%	-1.7%	-0.5%
税引後利益	81.3%	-37.0%	-11.4%
税引前利益	43.9%	-9.7%	15.9%
EPS	40.7%	-15.3%	15.8%

ソース: BSC Research.

GVRが投資金を回収する計画がある企業リスト

社名	資本金(10億ドン)	保有率(%)	GVRの価値(10億ドン)
Công ty CP VRG Đắk Nông	298	70.3	209
Công ty CP VRG – Bảo Lộc	260	71.03	185
Công ty CP VRG Phú Yên	420	81.77	343
Công ty CP Thương mại Dịch vụ và Du lịch Cao su	427	52.51	224
Công ty CP Thủy điện GERUCO Sông Côn	600	51.51	309
Công ty CP Xây dựng – Địa ốc Cao su	0	30.3	0
Công ty CP Đầu tư Xây dựng Cao su	0	28	0
Công ty Cổ phần Du lịch Quốc tế Vũng Tàu	52	5.88	3
Tổng Công ty Xây dựng Thủy lợi 4 – CTCP	135	20.1	27
Công ty Cổ phần EVN Quốc tế	2,400	11.78	283
Công ty CP Đầu tư XD và PT Năng lượng Vinaconex	547	11.4	62
Công ty CP Điện Việt Lào	5,300	3.5	186
Công ty CP Xi măng FICO Tây Ninh	750	18.13	136
Công ty CP BOT Quốc lộ 13 An Lộc Hoa Lư	162	14	23
Quỹ Đầu tư Chứng khoán Việt Nam	1,600	5.63	90
合計	13,933		2,081

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/BIDVSecuritie>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

