

推奨

観察

ベトナム繊維・衣料総公社(UpCom: VGT)
大口株主が資本を回収

現値	16,800	レポート作成日:	21/05/2021	株主構成	
前理論価格	N.A	流行中株数(100万)	500	SCIC	53.4%
新理論価格	19,040	時価総額(10億ドン)	7,300	Itochu	13.0%
配当率		過去10日間平均売買高	936,080	Vingroup	7.5%
上昇率	13.3%	外国人投資家保有率	13%	Bùi Mạnh Hưng	6.0%

業界分析:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(繊維・アパレル、水産、化学)
tuntc@bsc.com.vn

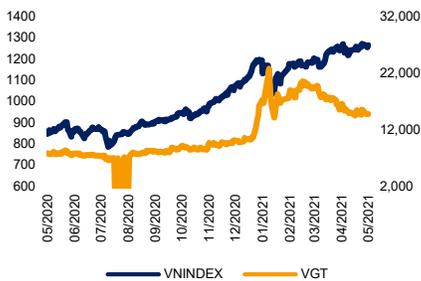
テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

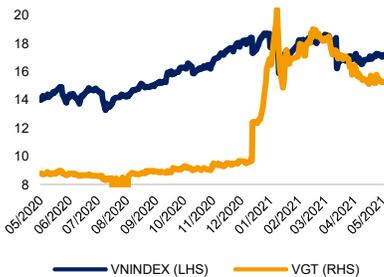
推奨価格: 22,500 VND

損切り値: 14,000 VND

株価の推移



P/E



評価

- BSCはPB方法を基づくVGTの2021年理論価格を2021年5月20日の終値比13.3%増の19,040VND/株と評価し、VGTの投資評価を「観察」と推奨しております。

2021年業績予測

- BSCは2021年には、VGTの収入を前年比13.8%増の15兆9,000億ドン、税引後利益を同33%増の4,360億ドンと予測しております。

投資論点

- 市内中心に大規模な土地基金を持っている繊維・アパレル業の大手な企業である。
- 事業見通しは危機から回復することだ。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行は伝統的な受注にマイナスな影響を及ぼす。
- 投入価格の上昇: (1)コットン価格が前四半期比17%増、前年同期比28%増となった; (2)米国、ヨーロッパへの運費が高い水準で維持している。

企業アップデート

- 2021年第1四半期には、利益の回復は(1)利益率が9.2%から11.4%に増加した、(2)借入費用が前年同期比36%減少したということから由来した。VGTの収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比14.8%減の3兆3,770億ドン、同28%増の2,000億ドンだった。
- BSCは、2021年末9ヶ月の業績見通しは(1)VGTの糸事業が糸価格の引上げから恩恵を受け、アパレル事業が原材料のイニシアチブを取っていることで悪影響を軽減する、(2)伝統的な受注が

回復するという要素のおかげで、引き続き成長する可能性があると考えております。

- 政府がVGTにおける保有株を売却することに関する情報はない。

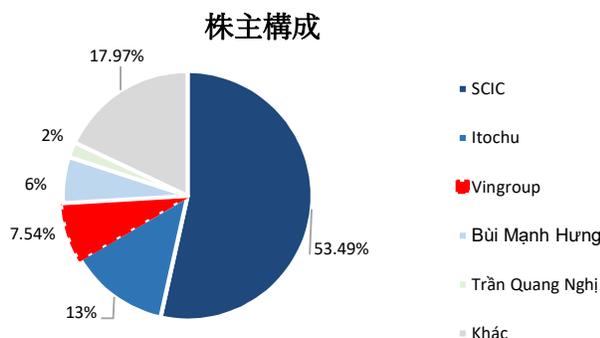
	2019	2020	Peer	VN-Index		2017	2018	2019	2020
PE (x)	8.4	28.6	17.2	17.9	収入	17,446	19,101	19,986	13,972
PB (x)	0.7	0.8	1.2	2.4	売上総利益	1,592	1,801	1,516	1,271
PS (x)	0.2	0.2	0.3	2.0	税引後利益	685	703	716	569
ROE (%)	9.7%	7.7%	13.0%	13.7%	税引後利益成長率	772	741	885	514
ROA (%)	3.4%	3.0%	4.4%	2.2%	EPS	19%	-4%	19%	-41%
					純借入/株主資本	167%	187%	161%	134%

I. 企業概要

1995年4月29日には、ベトナム繊維・衣料総会社(ベトナム繊維・衣料グループの前身)は設立された。

株主構成

VGTの大口株主は国家資本投資経営総公社(SCIC)であり、SCICがVGT株の53.49%を保有している。VICは投資戦略を変更した後、VGTの1,200万株を売却した。



経営活動

VGTのコア事業は繊維・アパレル事業であり、糸・生地の生産、衣服縫製である。



VGT のグループ構成は親子会社形である。VGT は Phong Phu 株式総会社、Viet Tien 縫製総会社、第 10 縫製総公社などを含む第 1、第 2、第 3 の子会社 33 社及び連結会社 34 社を有ります。

いくつかの子会社の投資額

社名	保有率	投資額(10 億 VND)
Phong Phu 株式総会社	50.10%	532
北部縫製有限会社 - Vinatex	100.00%	500
南部部縫製有限会社 - Vinatex	100.00%	191
Hoa Tho 縫製総会社	64.96%	189
Viet Tien 縫製総会社	30.4%	134

ソース: VGT



ソース: VGT

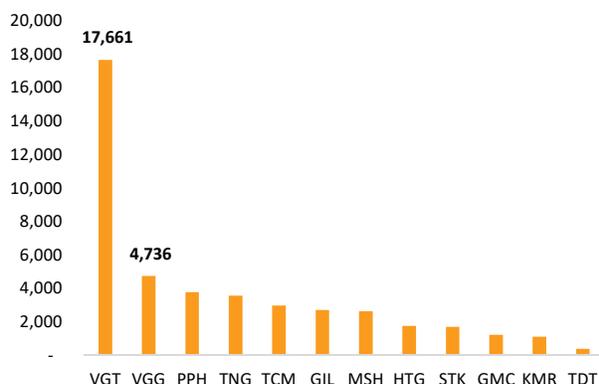
II. 投資観点

1. 市内中心に大規模な土地基金を持っている繊維・アパレル業の大手な企業である。

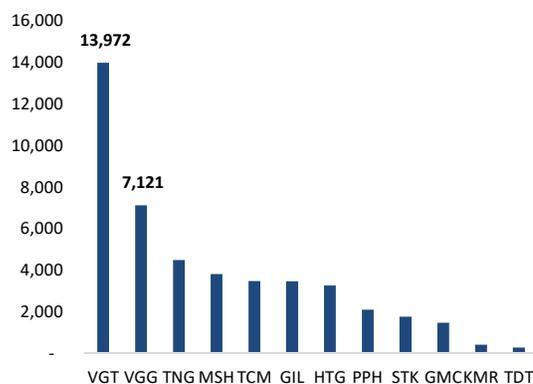
VGT のグループ構成は親子会社形である。VGT は Phong Phu 株式総会社、Viet Tien 縫製総会社、第 10 縫製総公社などを含む第 1、第 2、第 3 の子会社 33 社及び連結会社 34 社を有ります。

VGT の資産及び収入の規模はベトナムでの繊維アパレル企業の中で最大です。

2020年末時点での総資産



2020年の売上高



ソース: Fiinpro

VGT は大都市センターに設置されている「金」土地を有ります。

VGT が利用している土地リスト

順番	場所	面積(m2)	利用状況	利用形式
1	Số 25 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	995	本社、オフィス	土地借用、年間支払い
2	Số 27 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	27.7	ショールーム	土地借用、年間支払い
3	Số 57B Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	155.2	オフィス	土地借用、年間支払い
4	Số 32 Tràng Tiền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	677.7	オフィス	土地借用、年間支払い
5	Số 28 ngõ 53 Đức Giang, Long Biên, Hà Nội	5,752	工場、オフィス	
6	Số 2 Lê Thánh Tông, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	236.7	オフィス	土地借用、年間支払い
7	Căn hộ 802 Tòa Pacific Place, 83 B Lý Thường Kiệt	68.7	公務用住宅	
8	Căn 1307 Tòa Golden Westlake, 151 Thụy Khuê	128.12	公務用住宅	
9	Số 41A Lý Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	2,064	オフィス	土地借用、年間支払い
10	Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Hồ Chí Minh	488	オフィス	土地借用、年間支払い
11	Số 39 – 41– 43 Bến Chương Dương, Quận 1, Hồ Chí Minh	962.6	オフィス	計画の通りに案件を実施する
12	KCN Tân Liên, Vĩnh Bảo, Hải Phòng	42,508	工場 オフィス	土地借用、年間支払い
13	KCN Phố Nối, Yên Mỹ, Hưng Yên	11,648	工場 オフィス	土地借用、年間支払い
14	Số 524 Minh Khai, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội	22,355	工場 オフィス	土地借用、年間支払い
15	Số 250 Minh Khai, Quận Hai Bà Trưng	2,265	工場 オフィス	土地借用、年間支払い

16	Xã Tân Dân, Huyện Khoái Châu, Hưng Yên	66,095	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い
17	Số 67 Ngô Thì Nhậm, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội	14,743	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い 計画の通りに案 件を実施する
18	Xã Tân Dân, Huyện Khoái Châu, Hưng Yên	89,862	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い
19	Lô đất vị trí HA2, KCN Xuyên Á, Long An	70,015	工場 オフィス	
20	Lô đất 1009, Thoại Ngọc Hầu, Quận Tân Bình, Hồ Chí Minh	2,292	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い 計画の通りに案 件を実施する
21	Số 460 Minh Khai, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội	4,105	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い
22	XN Sợi Phú Xuyên, Thị trấn Phú Xuyên, Hà Nội	28,299	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い
23	XN Dệt km6+200, Yên Mỹ, Hưng Yên	42,657	工場 オフィス	土地借用、年間 支払い
24	KCN Dệt may Phố nổi B, Yên Mỹ, Hưng Yên	27,000	工場 オフィス	
25	KCN Dệt may Phố nổi B, Yên Mỹ, Hưng Yên	4,854	工場 オフィス	

ソース: VGT

VGTが現在利用している土地は毎年賃貸されているが、BSCはVGTがオフィス・工場から商業センターオフィスへの土地使用目的変更をする可能性があると考えております。

BSCは上記の12, 13, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 24, 25号付け土地を除く、(1)土地が土地使用目的変更権を受ける、(2)同じ地域での住宅販売価格に比べて50%割引するという仮定に基づく土地の価値を再推定しております。

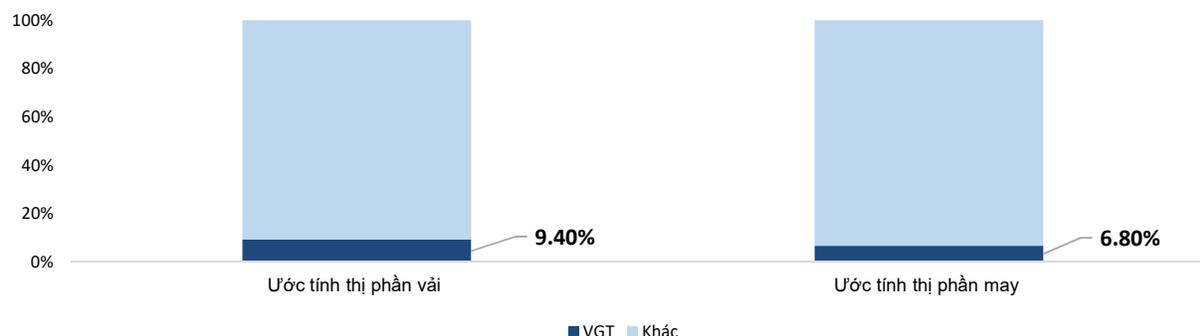
	土地類	価値(10億ドン)
1	VGTが利用している土地の推定される価値	6,050
2	土地使用目的を変更した土地の推定される価値	3,020
合計		9,070*

*VGTの時価総額は7兆3,000億VNDである。

2. 事業見通しは危機から回復するだろう。

現在、ベトナムでの繊維・アパレル事業を掛けている企業は1万2,000企業である。BSCはVGTが繊維・アパレル業界のトップ企業であり、年間収入が約16兆VNDであると考
えております。そのために、VGTの事業見通しは2021年に繊維・アパレル業の事業見通
しと密接に関連するだろう。

2019年にVGTの生地と縫製シェアの推定



ソース: BSC の推定

BSCはVGTの2021年業績が大きく回復すると期待しております。この回復は(1)糸事業が貨物の値上がりから恩恵を受ける、(2)縫製事業が伝統的な受注の回復及びサプライチェーンが中断されないことのおかげで回復するということから由来する。

(i) 糸事業は消費量の増加及び貨物の値上がりから恩恵を受けている。

2021年初には、油、コーヒー、鉄鋼製品などの一連の貨物の価格は大きく上昇し、そのうち、糸製品の価格も上昇した。世界コットン価格は投入材料として上昇している傾向があるが、糸生産企業は糸価格の上昇のおかげで、恩恵を受けている。また、世界の糸供給は低水準で留まっているが、中国の糸輸入需要が高い水準で維持しているのはベトナムの糸輸出を支援するだろう。4月末の時点で、繊維製品と糸製品の輸出額は前年同期比44%増の16億ドルであった。繊維製品と糸製品の輸出量は前年同期比30%増の70万6,000tであった。輸出価格は前年同期比14%増の2,267ドル/tであった。

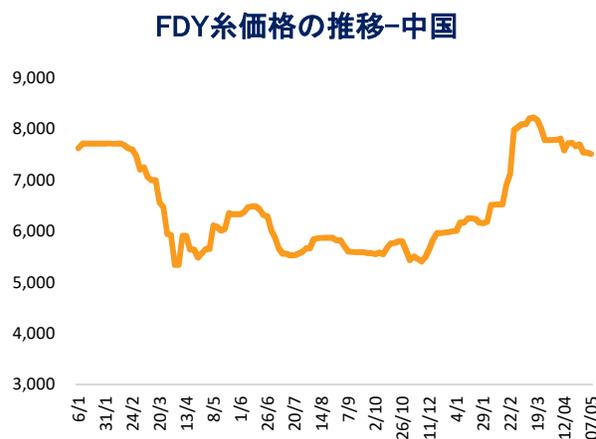
VGTの糸事業は販売価格の上昇及びVGTの関連会社が投入価格の上昇によりマイナスな影響度を低下したことのおかげで、恩恵を受けております。BSCは中国での2020年第2四半期と第3四半期糸平均価格は低い水準で留まった。

中国市場でのいくつかの糸種の価格

糸種	2021年第1四半期の価格推移
POY糸	価格+22%四半期

FDY系	価格 +3%四半期
DTY系	価格 +17%四半期

ソース: BSC

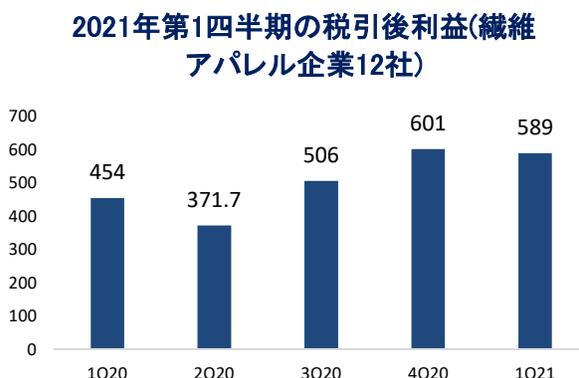


ソース: BSC

(ii) 縫製事業が伝統的な受注の回復及びサプライチェーンが中断されないことのおかげで回復するということから由来する。

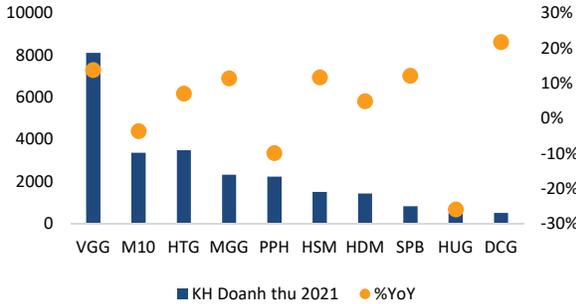
2021年には、人民の生活は普通な状態に戻すと期待して、人民の買い物の需要は1年間抑制された後再び上昇するだろう。そのために、ファッションブランドの経営見通しがより前向きになり、伝統的な縫製受注にプラスな影響を与えるだろう。

2021年4月末の時点では、繊維・アパレル業の輸出額は前年同期比13%増の117億ドルだった。4月単位の輸出額は同48%増の28億ドルだった。現在時点まで、繊維・アパレル企業12社は2021年第1四半期業績を発表した。繊維・アパレル企業12社の総収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比7%減の10兆6,350億ドン、同30%増の5,890億ドンだった。増益は(1)売上総利益率が12%から14%に増加した、(2)財政費用が前年同期比44.7%減少したということから由来した。

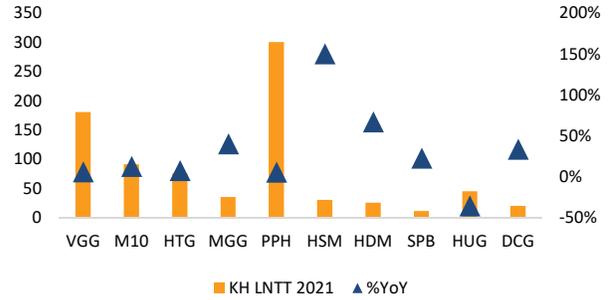


ソース:税関総局, VGT

VGTの子会社・関連会社の2021年収入計画

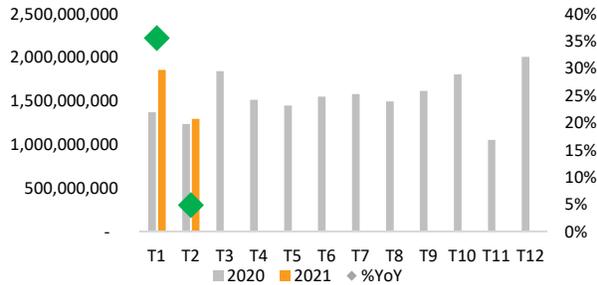


VGTの子会社・関連会社の2021年税引前利益計画

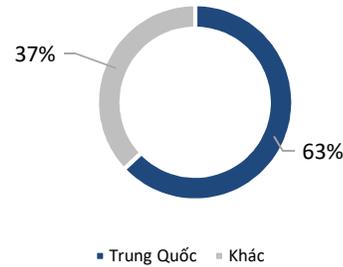


ソース:VGT

ベトナム繊維・アパレル業の輸出額



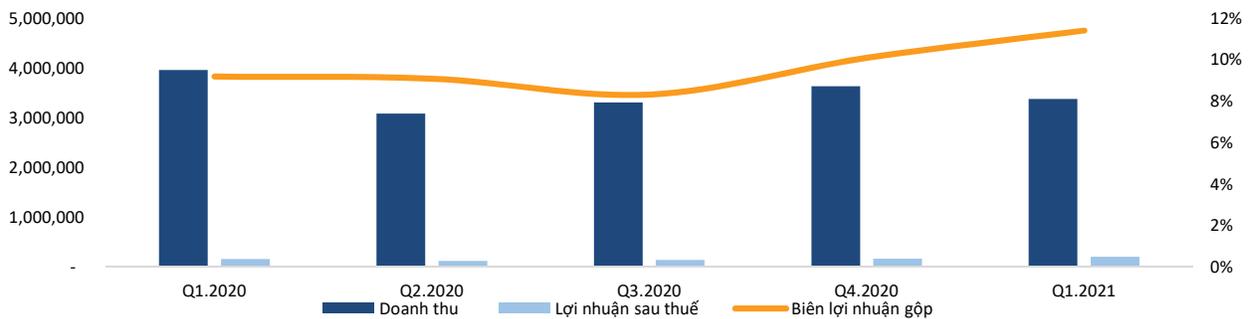
材料輸入



ソース:税関総局

2021年第1四半期業績のアップデート。2021年第1四半期の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比14.8%減の3兆3,770億ドン、同28%増の2,000億ドンだった。売上総利益率は11.4%で、前年同期の9.2%から増加した。借入費用は前年同期比36%減の610億ドルだった。

VGTの業績



III. 予測と評価

BSC は 2021 年には、(1)縫製・糸・衣服生産に関する収入が前年比 16%増となる、(2)加工事業による収入が同 18%増加する、(3)連結子会社による利益が同 10%増加するという仮定をに基づく VGT の収入を前年比 13.8%増の 15 兆 9,000 億ドン、税引後利益を同 33%増の 4,360 億ドンと予測しとります。

VGT の業績予測

単位:10 億ドン	2019	2020	2021F
売上高	18,986	13,908	15,900
原価	(17,470)	(12,629)	(14,491)
売上総利益	1,515	1,279	16,834
売上総利益率	8.0%	9.2%	8.9%
販売費用	(549)	(438)	(493)
販売費用率	2.9%	3.2%	3.1%
管理費用	(758)	(668)	(699)
管理費用率	4.0%	4.8%	4.4%
税引前利益	765	593	792
税引後利益	716	560	6744
親会社株主帰属利益	518	327	436
EPS	885	570	760

ソース: BSC Research

P/B 方法:

地域における同業界の企業

銘柄	時価総額(100 万 USD)	P/B
TCM	270.54	3.75
MSH	108.71	1.71
TNG	67.64	1.27
VGG	80.36	1.02
STK	94.37	1.89
VGT	364.46	1.36
中位		1.54

PB 方法	2019	2020	2021
簿価	11,225	10,902	11,200
PB			1.7
合理的な価格			19,040

VGT - ベトナム繊維・衣料総公社

目標価格: 22,500VND / 株

損切り値: 14,000VND / 株

テクニクハイライト:

- 現在傾向: 回復傾向
- MACD 指標: シグナル線の下にある。
- RSI 指標: レベル 50 を段々上回っている。
- MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価: VGT は 3 月と 4 月に下落した後回復している期間にある。直近の数週間には、売買高が段々増加しているのは投資家の関心度が高まっていると示した。テクニク指標は中立状態にある。VGT は株価の 20 を上回る前に株価の 18.5~19 に上昇する可能性がある。

推奨: 投資家は VGT 株を中長期的に保有することができる。目標価格は株価の 22.5 であり、損切り値は株価の 14 の下である。



ソース: BSC, iTrade のテクニク分析

付録

業績(10 億ドン)	2017	2018	2019	2020
売上高	17,446	19,101	18,986	13,972
売上原価	-15,854	-17,300	-17,470	-12,700
売上総利益	1,592	1,801	1,516	1,271
販売費用	-547	-537	-549	-438
企業管理費用	-870	-894	-758	-643
営業利益/損失	632	724	727	599
金融活動収益	318	324	366	247
金融活動費用	-406	-644	-549	-381
借入費用	-356	-457	-517	-323
合併・関連会社関連収益	545	673	701	543
他の収益	117	38	39	11
税引前利益	748	761	766	610
法人税額	-63	-59	-49	-41
税引後利益	685	703	716	569
少数株主持分	299	264	198	288

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2019	2020
税引後利益	761	766	766	611
原価償却及び割当て	889	836	836	796
流動資本変更				
営業活動からキャッシュフロー	0	0	0	0
税引後利益	354	1,093	1,093	1,763
固定資産購入額	-1,269	-761	-761	-808
他の投資	-29	-59	-59	0
投資活動からキャッシュフロー	-299	-966	-966	-56
配当金	-368	-522	-522	-493
借入から金額	1,109	-809	-809	-1,206
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	39	-1,309	-1,309	-1,672

2021年5月21日 - UpCOM: VGT

少数株主利益等控除利益	386	438	519	281
EPS	772	741	885	514

バランスシート(10億ドン)	2017	2018	2019	2020
現金及び現金相当	1,496	1,591	412	449
短期投資	720	531	1,718	1,544
短期未収金	3,220	3,506	3,314	2,831
棚卸資産	3,637	4,844	3,633	2,413
他の流動資産	401	300	264	195
流動資産	9,475	10,772	9,341	7,433
有形固定資産	6,570	7,365	6,819	6,529

建設中非流動資産	1,292	690	305	415
長期投資	2,124	2,143	2,339	2,480
他の非流動資産	452	408	387	392
非流動資産	11,431	11,122	10,492	10,227
総資産	20,906	21,895	19,834	17,660
買掛金	13,085	13,899	11,894	9,805
短期借入	4,826	5,728	4,531	3,129
他の短期借入	573	604	467	136
短期借入総額	7,475	8,778	7,313	5,478
長期借入	5,088	4,633	4,022	3,677
他の長期借入	103	87	95	51
長期借入	5,609	5,120	4,581	4,327
負債総額	13,085	13,899	11,894	9,805
出資金	5,000	5,000	5,000	5,000
株式会社化による資本剰余金	29	29	29	30
未処分利益	569	657	739	537
他の株主資本	10	0	0	0
少数株主持分	1,834	1,899	1,748	1,834
株主資本総額	7,821	7,445	7,389	7,312
総資本	20,906	21,895	19,834	17,117
流行中株数(100万株)	500	500	500	500

初期キャッシュフロー	1,496	1,591	1,591	412
中期キャッシュフロー	93	-1,181	-1,181	35
最終期キャッシュフロー	1,591	412	412	449

指数(%)	2017	2018	2019	2020
支払能力				
流動比率	1.27	1.23	1.28	1.36
当座比率	0.73	0.64	0.74	0.88
資本構成				
借入/総資産	63%	65%	62%	57%
借入/株主資本	167%	187%	161%	134%

稼働能力	2017	2018	2019	2020
棚卸資産回転期間	78	89	88	87
売掛金回収期間	45	42	44	52
買掛金回収期間	28	26	28	37
現金回転率	96	105	105	102

利益性	2017	2018	2019	2020
売上総利益率	9.1%	9.4%	8.0%	9.1%
税引後利益率	3.9%	3.7%	3.8%	2.0%
ROE	8.9%	9.2%	9.7%	7.7%
ROA	3.4%	3.3%	3.4%	3.3%

評価	2017	2018	2019	2020
PE				
PB				

成長率(前年同期比)	2017	2018	2019	2020
収入	12.8%	9.5%	-0.6%	-26%
税引前利益	9.5%	1.7%	0.5%	-20%
EPS	18.8%	-4.0%	19.4%	-40%

ソース: BSC Research.

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
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

