

企業アップデート

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

BSC

2019 年 6 月 18 日

推奨

観察

自動車市場の成長

評価

Nguyễn Thị Hồng (業界分析)
hongnt@bsc.com.vn

目標価格	60,950
終値	57,200
Upside	6.5%

Lê Quốc Trung (テクニク分析)
trunglt@bsc.com.vn

目標価格	#N/A
損切値	#N/A

市場データ

発行済株式数(100 万株)	1,328.800
時価総額(10 億ドン)	65,376.96
過去 52 週間の最高値(VND)	52,500
過去 10 日の売買高(株)	455,410

大口株主(%)

商工省	88.47%
Hòa An 有限会社	6%
Bùi Quang Chuyện	0.02%

チャート(1 年間)



BSC は P/E 方法に基づく VEA の投資評価を「観察」と推奨し、目標価格を 60,950 ドン/株と評価しております。

2019 年業績見通し

2019 年には、BSC は、売上高を前年比 4% 増の 7 兆 2,536 億ドン、税引後利益を同 15% 増の 8 兆 950 億ドン、1 株当たり利益(EPS)を 6,095VND/株と予想しております。増収増益は、(1)預金による収入が同 76% 増の 7,313 億 1,000 万ドン、(2)連結会社からの金融活動による収入が同 5% 増の 7 兆 1,920 億ドンということから由来した。

配当支払い計画

VEA は 2018 年現金配当を 3,884VND/株(額面比 38.84% 相当)で支払う予定。

投資論点

(1) 自動車市場が活発になっているのは、(ii)ベトナムへの自動車輸入減税協定が消費者需要を刺激している、(iii)自動車輸入企業は、2019 年に自動車の供給を確保するための政令第 116 号の要件を満たしていることから由来した。

(2)魅力的な配当も投資家の注意を誘致している。

(3)同社は非効率的な子会社から投資金を回収する。

投資リスク

(1) ホンダ、トヨタ、フォードなどの合併・連結会社は公開会社ではなかったために、事業活動に関する情報は限られています。

(2)Euro2 規格を満たすことができる自動車在庫は高い水準で留まっている(現在在庫の 77%を占める)。

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

BSC

2019 年第 1 四半期業績のアップデート

収入が前年同期比 35%減の 1 兆 1,262 億ドン、税引き後利益が動 22%増の 1 兆 2,710 億ドンに達し、合併から収入が同 14.2%減の 1 兆 1,262 億ドンに達し、主な利益がベトナムのホンダ、トヨタ、フォードから由来し。3 社は総利益の 80%を寄与。

収入が前年同期比 35%減の 1 兆 1,262 億ドン、税引後利益が同 22%増の 1 兆 2,710 億ドンとなった。そのうち、合併・連結会社から利益が同 14.2%増の 1 兆 2,090 億ドンとなった。

- **ホンダ**: 収入が前年同期比 17.8%増の 23 兆ドン、税引後利益が同 4.3%増の 3 兆 1,040 億ドン、総税引後利益の 77%を相当した。バイク販売台数は前年同期比 1.1%減の 56 満 2,938 台、自動車販売台数が同 143.5%増の 8,867 台だった。そのために、自動車販売シェアは 11.9%で、前年同期の 6.1%から増加した。
- **トヨタとフォード**: トヨタ社と連結会社の税引後利益が前年同期比 37.9%増の 1 兆 440 億ドン、販売台数が同 51%増の 1 万 8,967 台、市場シェアが 25.9%で、前年同期の 21.3%から増加した。フォード車の販売台数が前年同期比 39%増の 7,501 台だった。

2019 年年初の 5 ヶ月には、連結会社は、輸入車市場が活発になったことで、前向きな業績を達した。

自動車	2018 年 5 月の市場 シェア	2019 年 5 月の市場 シェア
ベトナムホンダ	11.30%	11.40%
ベトナムトヨタ	21.20%	24.20%
ベトナムフォード	6.50%	11.50%

ソース: Toyota, Honda, Ford, BSC

- 2019 年 5 ヶ月には、トヨタ車の販売台数は前年同期比 19%増の 2 万 9,511 台、市場シェアの 24.7%を占めた。自動車販売台数の増加は(1)2019 年 5 ヶ月のトヨタフォーチュナーの販売台数が 4,624 台、(2)Wigo、Rush などのベトナムで新規開販台数が 571 台となったことから由来した。
- 2019 年 5 ヶ月には、ホンダ車販売台数が前年同期比 38%増の 1 万 3,418 台、バイク販売台数が同 2%増の 98 万 9,103 台となった。自動車販売台数の増加は主にホンダ新型 CR-V (販売量の 1317 台)から由来した。バイク販売分野では、ホンダ Vision の販売台数が総販売台数の 24%を占め、Wave alpha が総販売台数の 19%を占めた。
- 2019 年 5 ヶ月には、フォード車販売台数は 3,000 台で、前年同期の 1,451 から増加した。フォードの市場シェアが 11.55で、前年同期の 6.5%から増加した。フォード車販売台数の増加は小型トラック Ford Ranger(販売台数の 1,100 台)から由来した。

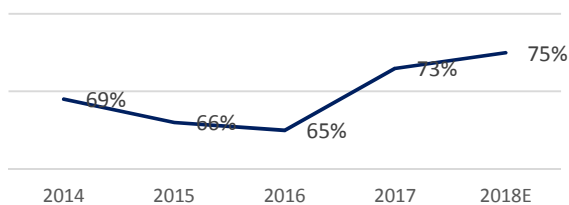
ホンダ車・バイク販売台数と販売価格がそれぞれ、前年比 2%増、同 55増となることで、ホンダ社は VEA の利益に 80%以上寄与すると期待しています。

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

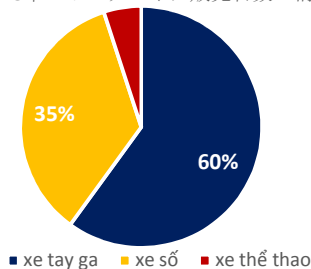
BSC

- (1) ベトナム市場全体のバイク販売台数が前年比では 2%増加したことで、ホンダのバイク販売台数も 2%増となり、市場シェアの 75.6%を維持する見込み。2018 年のバイク販売台数は前年比 7.1%増の 256 万台となった。BSC の予測によると、ホンダの 2019 年バイク販売台数は前年比 2%増加するだろう。BSC は、2019 年には、ベトナムホンダの収入を前年比 7%増の 133 兆 4,400 億ドン、税引後利益を同 8%増の 18 兆 1,500 億ドンと推定しております。

2014年～2018年の期間におけるベトナムホンダバイクのシェア



2018年のホンダバイク販売台数の構成



ソース: VEA, Honda VN, BSC

- (2) マニュアルバイクからオートマチックバイクにシフトしている傾向のおかげで、バイク平均販売価格は前年比 5%増となる見込み。

トヨタとフォードは 2019 年に自動車の供給を確保するための政令第 116 号の要件を満たしている。BSC は、2019 年には、(1) 2019 年自動車販売台数が前年比 7.5%増となる、(2) 平均販売価格が前年同期と相当するという仮定を基づく、トヨタの税引後利益を前年比 9.39%増の 3 兆 9,382 億ドン、フォードのを同 20%増の 1 兆 2,864 億ドンと推定すると、VEA の利益に 1 兆 1,094 億ドンを寄与する見込み。

豊富な現金は預金利息から VEA に安定した収益額をもたらす。2019 年 5 月 20 日の時点で、VEA の預金額は年初比 30.32%増の 11 兆 2,170 億ドンで、平均金利が 6.74%である。

コア事業:

- VEA は非効率的な子会社から資金を回収する計画。VEA は鋳造・鍛造生産ラインなどの補助工業事業の発展に集中し、投資額が約 5,000 億ドンの見込みだ。
- VEA は 2,000 億ドンを Euro2 規格を満たすことができる自動車在庫引当金に繰入れる予定。2019 年 5 月末の時点で、在庫は 2,950 台、うちに、Euro2 規格を満たすことができる自動車在庫が 2,300 台、が及び Euro 4 規格を満たすことができる自動車在庫が 650 台だった。在庫額は 1 兆 6,000 億ドンの見込みだ。そのために、VEA は 2,000 億ドンを Euro2 規格を満たすことができる自動車在庫引当金に繰入れる予定。

2019 年業績計画。2019 年業績目標は、親社税引後利益が前年比 22.5%増の 6 兆 4,020 億ドンに設定されている。利益は主に連結会社の金融活動による利益の 6 兆 6,450 億ドン(同

2019 年 6 月 18 日

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

BSC

+29.3%)、預金利息の 5,980 億ドン(同+685)、在庫引当金の 2,000 億ドンと子会社投資引当金の 1,200 億ドンから由来した。

配当支払計画。VEA は 2018 年現金配当を 3,884VND/株(額面比 38.84%相当)で支払う予定。

上場転換計画。BSC の評価によると、上場転換手続きは 2020 年第 1 四半期末で完了するだろう。

資本回収計画は、近い将来に実施するのが困難になるだろう。VEA の代表者によると、商工省は 2017 年～2020 年の期間では、VEA における保有率を 88.5%から 365に引き下げる計画。しかし、明細計画はまだなかった。

2019 年業績予想

BSC は、2019 年には、売上高を前年比 4%増の 7 兆 2,536 億ドン、税引後利益を同 15%増の 8 兆 950 億ドン、1 株当たり利益(EPS)を 6,095VND/株、P/E を 9.38xと予想しております。増収増益は預金の利息の 7,313 億 1,000 万ドン(同+76%)と連結会社からの金融活動による収入の 7 兆 1,920 億ドン(同+55)から由来する。

評価

BSC は P/E 方法に基づく VEA の投資評価を「観察」と推奨し、目標価格を 60,950 ドン/株と評価しております。

2019年6月18日

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

財務諸表の各指標

BSC

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	5,098.2	5,899.14	6,324.9	6,585.5	7,073
売上総利益	425.98	625.6	637.7	620.07	604
財務収入	16.41	73.3	435.3	254.1	417
財務費	(44.1)	(149.7)	(317.6)	(41.6)	(80)
借入利息	(34.9)	(32.2)	(25.7)	(35.6)	(20)
販売費	(188.5)	(225.1)	(315)	(282.4)	(169)
管理費	(435.5)	(614.2)	(529.9)	(595.4)	(471)
経営上の利益／損失	(225.6)	(290.2)	(89.5)	(45.3)	346.49
(純)他の収入	77.3	37.1	25.90	(2.9)	42
合併会社からの利益／(損失)	3,492.2	4,590.3	4,575.9	5,169.9	6,848.7
税引前利益	3,343.9	4,337	4,512.3	5,121.9	7,192
税引後利益	3,325.1	4,370	4,492.1	5,085.9	7,130
少数株主の利益	(4.58)	(2.95)	(12.42)	(39.85)	59
親会社株主から利益	3,329.7	4,372.96	4,504.5	5,046.1	7,070

EPS

短期資産	4,541	5,321	8,274	10,987	16,406
現金と短期投資	1,318	1,512	4,103	4,640	9,992
短期未収	1,304	1,669	1,688	2,610	4,014
在庫	1,802	2,024	2,372	3,503	2,302
他の短期資産	117	117	111	234	98
長期資産	11,076	11,752	12,102	12,374	10,005
長期未収	144	164	116	117	156
固定資産	2,086	2,284	2,390	2,333	2,347
長期実行してる資産	0	169	216	301	118
他の長期資産	219	310	293	317	375
総資産	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411
買掛金	1,648	1,821	7,066	4,786	1,582
短期負債	1,368	1,535	6,822	4,563	1,415
短期借入	625	505	428	285	380
長期負債	280	287	244	223	167
と雪借入	263	235	198	175	120
株主資本	13,720	15,251	13,310	18,575	24,829
出資資本	4,539	4,901	13,288	13,288	13,288
未処分利益	7,744	8,081	-250	4,993	11,364
総資本	15,616	17,073	20,376	23,361	26,411

収入(前年比)	-11%	16%	7%	4%	7%
売上総利益率	8%	11%	10%	9%	9%
借入利息/売上高	1%	1%	0%	1%	0%
販売費/売上高	4%	4%	5%	4%	2%
管理費/売上高	9%	10%	8%	9%	7%
純利益率	65%	74%	71%	77%	101%

経営活動による利益率は9%で、前年同期と相当した。

合併会社からの利益が前年比 32%増加した。

現金及び現金同等物は多額なので、流動性を確保でき、毎年収入を向上するだろう。
在庫は短期資産の 14%を占めている。

生産用機械・設備が多いので、長期資産は大きい割合を占めた。

買掛金が大きく減少した。

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

いくつかの基本的な財務指標

BSC

	2014	2015	2016	2017	2018
1. 支払性					
流動比率	23,70	17,36	1,18	2,72	11,59
当座比率	14,15	10,51	0,89	1,83	9,90
2. 資本造成					
短期資産/ 総資産	0.45	0.25	0.35	0.53	0.62
長期資産/ 総資産	0.55	0.75	0.65	0.47	0.38
負債率/ 総資産	0.02	0.02	0.30	0.20	0.06
負債率/ 株主資本	0.02	0.02	0.42	0.25	0.06
短期負債 / 総資産	0.02	0.01	0.29	0.20	0.05
長期負債/ 総資産	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
3. 稼働能力					
棚卸回転率	1.3	1.5	1.5	1.0	2.5
買掛回転率	3.5	3.8	3.3	2.7	6.4
売掛回転率	39.2	41.1	47.7	4.0	5.5
在庫日	274.3	236.1	243.3	348.5	143.9
買掛日	103.1	96.8	109.5	133.4	57.4
売掛日	9.3	8.9	7.7	90.8	65.9
現金回転日	368.1	323.9	345.2	391.2	135.4
4. 利益性					
税引後利益/売上高 (%)	67.1%	74%	71%	77%	100.8%
税引後利益/株主資本 (%)	15.9%	36.3%	60.4%	3.9%	36.9%
税引後利益/総資産	15.5%	35.6%	49.5%	2.9%	32.7%
資産運用による利益 / 売上高	66.6%	178.0%	331.4%	20.7%	101.1%
5. Dupont モデル					
総資産/株主資本	1.02	1.02	1.22	1.33	1.13
収入/総資産	0.23	0.20	0.15	0.14	0.32
EBIT/収入	0.67	1.78	3.31	0.21	1.02
EBT/EBIT	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
利鞘/税引前利益	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99
6. 評価					
PE	#N/A	3.2	8.5	7.6	#N/A
PB	#N/A	0.9	2.9	2.1	#N/A
EPS	#N/A	8.922	3.390	3.797	#N/A
簿価	#N/A	30.614	9.869	13.836	#N/A
成長(前年比)					
総資産	5%	135%	42%	-9%	53%
負債	4.7%	136.5%	2.0%	3.9%	79.8%
売上高	-2.3%	48.0%	26.9%	6.0%	178.2%
売上総利益	228.7%	207.7%	61.1%	-18.9%	122.5%

当座比率は前年同期比大きく増加した。原因は現金及び現金同等物が増加し、買掛金が減少したことから来た。

資産構成: 短期資産は総資産の62%をしめた。

短期債務と長期債務は減少した。

在庫日数が減少したことで、現金回転率が減少した。

純利益率は100.8%で、前年同期の77%から大幅に増加した。

2019 年 6 月 18 日

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

BSC

税引後利益	403.3%	292.8%	136.1%	-93.4%	1265.7%
EPS	5%	135%	42%	-9%	53%

VEA – ベトナム動力農業機械総公社

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>

Bloomberg: BSCV <GO>

