企業アップデート

DRC –ダナンゴム株式会社

2019 年 9 月 11 日

BSC

推奨　　観察

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

目標価格	25,520
終値	22,400
Upside	+14%

Nguyễn Tiến Đức (テクニック分析)
ducnt@bsc.com.vn

目標価格	#N/A
損切値	22,400

市場データ

発行済株式数(100 万株)	118,792,605
時価総額(10 億ドン)	2,566
過去 52 週間の最高値 (VND)	28,300
過去 10 日の売買高(株)	263,025

大口株主(%)

ベトナム化学グループ	50.51%
KWE Beteilgungen AG	6.08%
FTIF	3.72%
Deutsche Bank	3.71%

株価の推移 (1 年間)

企業概要: DRC は 2006 年 12 月 29 日にホーチミン証券取引所へ上場した。

業績アップデート

評価

BSC は FCFF と FCFE の方法を基づく DRC 株の理論株価を 2019 年 9 月 11 日の終値比 14%増の 2 万 5,520VND と評価し、投資評価を「観察」としております。現在の DRC の PEfwdは 15.8xである。

BSC は、DRC が(1)第 1 期ラジアル工場の減価償却費が年間 1,300 億ドンを減少すると利益が向上され、配当率が高い;(2)輸出市場での消費量が安定するという要素を基づく、2021 年以降の中長期的な投資に適用する株式であると評価しております。

投資理論

1. 消費の成長は米輸出市場から由来し、米市場での消費量が 1 万タイや／月間で、ラジアル産量の 20%を占めている。

2. 売上総利益率が原材料費用の削減で、向上すると期待されている。

2019 年業績予測。BSC は、2019 年には、以下の仮定を基づく　DRC の売上高を前年比 8.3%増の 3 兆 8,460 億ドン、税引後利益を同 19%増の 1,680 億ドンと予想しております。

1. ビイアスタイヤ事業。BSC はバイアスタイヤの販売価格が変わらない、生産量が前年比 8%減となると慎重に仮定しております。

2. ラジアルタイヤ事業。(1)ラジアルタイヤ消費量は前年比 33%増の 49 万 9,561 台である。(2)ラジアルタイヤ販売価格は中国自動車用タイヤ事業の競争が激しいことで、前年比 2%減となる。

3. 原材料。2019 年には、(1)天然ゴム価格は前年比 5%増となる。(2)石炭価格は同 15%減となる。

2019 年業績のアップデート。2019 年上半期には、DRC の売上高と税引後利益はラジアルタイヤ消費量の増加と原材料費用の削減のおかげで、それぞれ、前年同期比 15.6%増の 1 兆 9,200 億ドン、同 17%増の 880 億ドンとなった。詳しくは、(1)ラジアル消費量は前年同期比 52%増となったが、バイアスタイヤ消費量は同 9%減となった;(2)2019 年上半期における平均販売価格は前年同期比僅かに下落した;(3)2019 年上半期における売上総利益率は 12.4%で、前年同期の 12%から増加した。

投資リスク

1. 国内市場での競争性が激しい。
2. 原材料の価格が変動する。
3. **中国タイヤ**に適用する反ダンピング課税の期限が 2019 年 11 月に切れるが、ブラジルは延長に関する情報をまだ発表していない。

2019 年上半期の業績

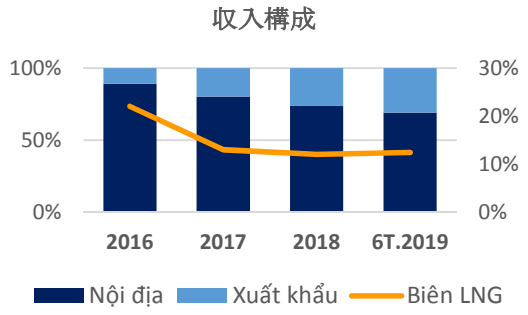
2019 年上半期には、DRC の売上高と税引後利益はぞれぞれ、前年同期比 15.6%増の 1 兆 9,200 億ドン、同 17%増の 879 億ドンとなった。

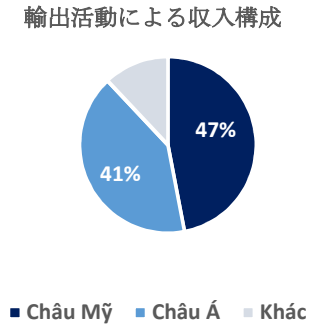
- **バイアス生産量が減少したが、ラジアルタイヤ生産量は大幅に増加した** 。(1)ラジアルタイヤ生産量は前年同期比 52%増の 24 万 6,000 台となった。ラジアルタイヤ生産量の増加は、2019 年 3 月から米国市場へ輸出量をラジアルタイヤ生産量の 20%を占める 1 万～1 万 2,000 台に増加したことから由来した。(2)バイアスタイヤの生産量は前年同期比 6.5%減となり、そのうち、軽いトラック用タイヤと特殊自動車用タイヤがそれぞれ、同 6%減、同 13%減となった。その理由は、国内市場向けバイアスタイヤは飽和となり、消費が困難になり、ラジアルタイヤを消費する傾向にあることから由来した。
- **2019 年上半期の平均販売価格について、ラジアルタイヤの販売価格は輸出価格が前年同期比 5%減となったが、国内で販売価格が同 5%増となったことで、同 2%減となった。**
- **2019 年上半期の売上総利益率は 12.4%で、前年同期の 12%から増加した。バイアスタイヤの売上総利益率は最も高い水準を達し、そのうち、軽いトラック用タイヤの売上総利益率が 22.4%で、**大型トラック用タイヤの売上総利益率が 26%となった。ラジアルタイヤの売上総利益率は 4.5%で、前年の 2.6%から増

加した。そのために、バイアスタイヤ生産量が減少したものの、ラジアルタイヤの生産量は原材料の値上がりと共に増加したことで、売上総利益率が向上されている。そのうち、2019 年上半期には、石炭価格は前年同期比 15.4%減となった。(2)ゴム価格は前年同期比 5%増の 1t当たり 3,300 万～3,400 万だった。

投資観点

成長原動力は、輸出市場での消費潜在と米国市場へのラジアルタイヤ輸出から由来する。
輸出量は安定しており、輸出活動による収入は総収入に大きく貢献しています。重要な輸出市場はブラジル（2 万台／月間）、マレーシア、タイを含むアジア市場（1 万台／月間）である。



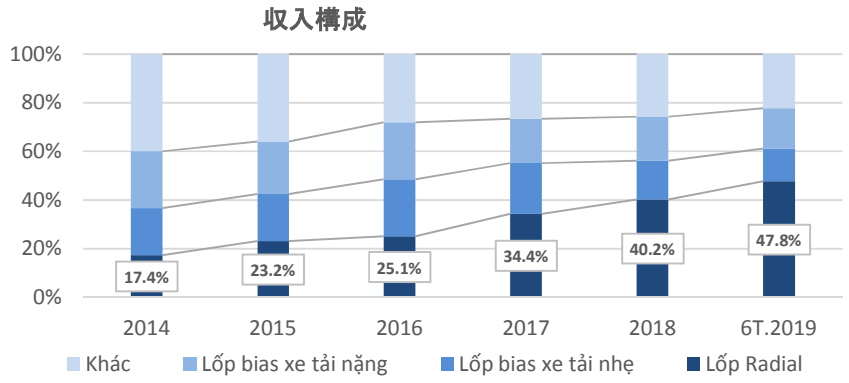


ソース: DRC, BSC Research

- **米国市場について、(1)中国の自動車用タイヤを米国市場へ輸出するのはが貿易戦争により困難を直面するだろう。(2) 中国タイヤとベトナムタイヤ**に適用する反ダンピング課税率はそれぞれ、35%と 15%となる。これはベトナムのタイヤ企業に競争上の優位性をもたらすだろう。2019 年 3 月から、DRC は米国市場へのタイヤ輸出量を輸出量の 20%を占める 1 万台／月間に増加した。
- **インド市場について、(1)DRC は**インドの技術基準を満たすベトナムで唯一の企業である。(2)インドは期限 5 年間で中国の TBR タイヤに適用する反ダンピング税を果たした。(3)インドでのラジアルタイヤ利用率は今後 40～50%に増加する見込み。

また、BSC は、DRC の成長余地が輸出市場の拡大で大きく残っていると考えております。

ラジアルタイヤ売買活動による収入は総収入に大きな割合を寄与している。2019 年上半期には、ラジアルタイヤ売買活動による収入は前年同期比 48%増の 9,180 億ドン、そのうち、国内市場と輸出市場での収入がそれぞれ、同 43%、同 51%増となった。2019 年上半期には、ラジアルタイヤ経営活動による収入は DRC の総収入に 47.8%を寄与した。



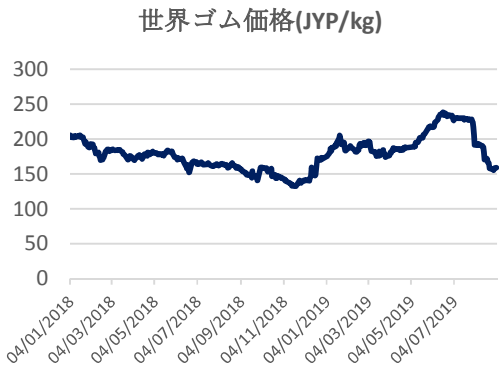
ソース: DRC, BSC Research

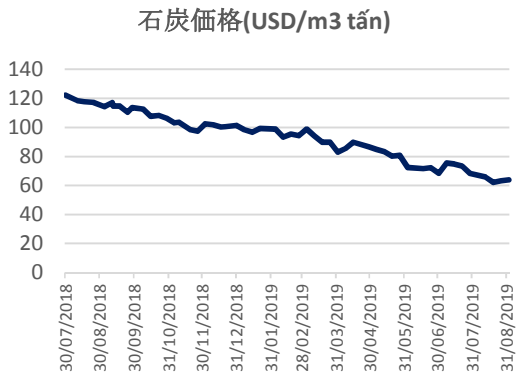
バイアスタイヤの生産量は前年同期比 9%減となったが、ラジアルタイヤの生産量が増加したことで、収入成長率が引き続き上昇した。BSC は、第 2 期ラジアル工場が安定的に稼動する時に、輸出見通しのおかげで DRC の成長に大きく寄与すると考えております。2019 年上半期には、ベトナムでの自動車販売量は前年同期比 18%増の 14 万 5,811 台となった。2014 年～2018 年の期間における販売量の成長率は 26.8%となった。国内自動車生産量については、IPSI の予測によると、生産量の平均成長率は、2018 年～2025 年の期間で 18.5%であり、2025 年～2035 年の期間で 13.8%であるだろう。BSC は、国内自動車組立市場の成長が国内タイヤ消費量を長期的に改善させると期待しています。

売上総利益率は、天然ゴム価格が前年比 5%増となり、石炭価格が同 15%減となることで、向上されると期待されている。

- **原材料の価格。2019 年上半期には、世界的な天然ゴム価格は 1 キロ当たり 201 円と大幅に上昇した。しかし、2019 年 7 月から、ゴム価格が減少**

する兆候を見せて、年初比 12%減の 1 キロ当たり 176 円だった。BSC は、国内ゴム価格が前年比 5%増の 1t当たり 3,400 万～3,500 万の範囲で推移すると予測しております。また、石炭価格は下落傾向を見せて、前年比 23.2%減の 82.3 ドル／m3tだった。投入原材料の価格は DRC の原価費用の 84%を占めている。そのうち、原材料価格は、(1)ゴム価格が前年比 5%となり、(2)石炭価格が同 20%減となるという予測されている。BSC は、2019 年の売上総利益率が 12.6%であると予測しております。





ソース: BBG, BSC Reasearch

- **減価償却費。2019 年には、第 2 期ラジアル工場は稼動することで、減価償却費が僅かに増加し、前年比 5%増の 2,840 億ドンとなる。BSC は、減価償却費が 2021 年から 1,300 億ドン／年を減少し、DRC の利益を向上すると予測しております。**

投資リスク

国内自動車用タイヤ企業は中国とFDI企業と激しく競争する。中国のタイヤはベトナムで市場シェアの 50%を占め、価格がその他の企業に比べて 30%～40%より低い。しかし、中国タイヤの品質は DRC、CSM などのベトナムタイヤ企業ほど良くない。現在、中国タイヤは米国、インド、ブラジルなどの輸出市場で反ダンピング税を適用する対象となる。これはベトナムがコレラの市場にタイヤを輸出する機会であるが、大きなリスクは中国がベトナムにタイヤを輸出するということだ。これは DRC の国内消費市場にマイナス影響すると評価しております。

投入原材料価格の変動

原材料価格は DRC の業績に直接影響し、天然ゴム(32%)、合成ゴム(12%)、石炭(17%)と化学(16%)を含む原価の 84%を占めている。これらの原材料価格が大きく変動することで、企業見通しを評価するために原材料価格の変動を観察するべきだ。

中国タイヤに適用する反ダンピング課税の期限が 2019 年 11 月に切れるが、ブラジルは延長に関する情報をまだ発表していない。

業績予測と評価

2019 年業績予測

BSC は、2019 年には、以下の仮定を基づく、DRC の売上高を前年比 8.3%増の 3 兆 8,460 億ドン、税引後利益を同 19%増の 1,680 億ドンと予測しております。

製品	予測と仮定
バイアスタイヤ分野	(1)バイアスタイヤ販売価格が変わらない、(2)生産量が前年比 8%減となると慎重に仮定する。
ラジアルタイヤ分野	(1)ラジアルタイヤ消費量が前年比 33%増の 49 万 9,561 台である、(2)ラジアルタイヤ販売価格が前年比 2%減となると仮定しております。
原材料	(1) 天然ゴム価格は前年比 5%増となる、(2)石炭価格は同 15%減となる。
減価償却費	**第 2 次ラジアル工場は 2019 年第 4 四半期から稼動するために、2019 年の減価償却費が前年比 5%増の 2,840 億ドンと予測された。**

ソース: BSC Research

投資観点

BSC は FCFF と FCFE の方法を基づく DRC 株の理論株価を 2019 年 9 月 11 日の終値比 14%増の 2 万 5,519VND と評価し、投資評価を「観察」としております。現在の DRC の PEfwdは 15.8xである。

BSC は、DRC が(1)第 1 期ラジアル工場の減価償却費が年間 1,300 億ドンを減少すると利益が向上され、配当率が高い;(2)輸出市場での消費量が安定するという要素を基づく、2021 年以降の中長期的な投資に適用する株式であると評価しております。

方法	割合	価格	平均価格
FCFF	40%	28,839	11,536
FCFE	60%	23,307	13,984
		現値	25,520

WACC	14.96%
Rf	4.6%
Beta	0.87%
Ke	18.06%
Kd	8.0%
E/V	73.4%
D/V	26.6%
Tax rate	20.0%
g	2%

付録:DRC の業績予測

業績	2017	2018	2019F	2020F
売上高	3669	3551	3855	4191
原価	3212	3120	3354	3587
利益	**457**	**4301**	**501**	**604**
販売費用	118	113	128	140
管理費用	73	66	54	61
金融活動による収入	8	12	13	14
金融費用	74	98	11	109
その他の利益	0,5	0,2	0,4	0,4
税引前利益	208	178	200	289
法人税	42	37	41	60
少数株主持分	0	0	0	0
税引後利益	**166**	**141**	**159**	**230**
EBIT	273	264	312	398
EBITDA	273	535	596	682

バランスシート	2017	2018	2019F	2020F
現金及び現金相当	67	52	154	398
短期未収金	412	315	394	428
在庫	596	846	891	968
他の短期資産	15	34	37	39
他の短期資産の合計	**1090**	**1246**	**1473**	**1834**
固定資産	1650	1517	1361	1077
進行中である長期資産	131	0,4	0	0
長期的な金融投資	4	4	4	4
長期資産合計	**1704**	**1587**	**1437**	**1159**
総資産	**2794**	**2833**	**2910**	**2993**
仕入債務	248	271	276	297
短期負債・借入	526	707	667	704
長期負債・借入	409	245	263	204
他の仕入債務	86	85	107	114
総負債	**1268**	**1308**	**1315**	**1319**
株主資本	**1527**	**152**	**1577**	**1657**
株主資本の投資資本	1188	1188	1188	1188
利益剰余金	339	337	389	469
資本	1527	1525	1577	1657
少数株主持	0	0	0	0
総資本	**2794**	**2833**	**2910**	**2993**

財政分析

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
売上高	928	890	999	824	1,096
売上総利益	132	109	109	80	158
財務収入	3	3	4	2	3
財務費用	(23)	(31)	(28)	(22)	(23)
借入利息	(13)	(14)	(13)	(12)	(10)
販売費用	(28)	(29)	(33)	(28)	(36)
管理費用	(14)	(13)	(15)	(12)	(15)
営業利益／損失	70	39	38	21	89
他の収入	(2)	(0)	4	0	0
税引前利益	68	39	42	21	89
税引後利益	54	31	33	17	71
少数株主持分	-	-	-	-	-
親会社株主利益	54	31	33	17	71
EPS					

2019 年上半期には、DRC の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 15.6%増の 1 兆 9,200 億ドン、同 17%増の 879 億ドンとなった。ラジアルタイヤ生産量は前年同期比 52%増となったが。バイアスタイヤ生産量が同 9%減となった。

短期資産	1,388	1,238	1,246	1,243	1,295
現金及び現金相当	139	49	51	79	128
	372	320	315	230	234
短期未収金					
在庫	847	841	846	899	907
他の短期資産	30	28	35	35	26
長期資産	1,689	1,657	1,587	1,516	1,453
長期未収金	0	0	0	0	0
固定資産	1,604	1,558	1,517	1,447	1,382
進行中である長期資産	33	39	0	0	2
他の長期資産	49	56	66	65	65
総資産	3,078	2,894	2,833	2,759	2,747
買掛金	1,583	1,368	1,310	1,217	1,219
短期負債	1,197	1,025	1,065	996	1,026
短期借入	728	708	707	718	617
長期負債	386	343	245	221	193
長期借入	385	343	245	221	192
株主資本	1,495	1,526	1,523	1,542	1,529
出資資本	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
未処分利益	85	116	113	132	98
総資本	3,078	2,894	2,833	2,759	2,747

2019 年 6 月 30 日の時点で、現金及び現金相当は 1,280 億ドンで、総資産の 4.6%を占めている。

短期未収金は前年同期比 37%減の 2,340 億ドンとなった。
在庫は前年同期比 7.08%増となった。

売上高の成長率(%)	7%	1%	-3%	12%	18%
売上総利益率	14.3%	12.2%	10.9%	9.7%	14.4%
借入費用／売上高	1.4%	1.6%	1.3%	1.5%	0.9%
販売費用／売上高	3.0%	3.2%	3.4%	3.4%	3.3%
管理費用／売上高	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
純利益率	5.9%	3.5%	3.3%	2.0%	6.5%

2019 年上半期の売上総利益率は 12.4%で、前年同期の 12%から増加した。

いくつかの基本的な財務指標

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2018	Q2 2019
1. 支払能力					
流動比率	1.16	1.21	1.17	1.25	1.26
当座比率	0.43	0.36	0.34	0.31	0.35
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.45	0.43	0.44	0.45	0.47
長期資産/総資産	0.55	0.57	0.56	0.55	0.53
負債比率/総資産	0.51	0.47	0.46	0.44	0.44
負債比率/株主資本	1.06	0.90	0.86	0.79	0.80
短期負債/総資産	0.39	0.35	0.38	0.36	0.37
長期負債/総資産	0.13	0.12	0.09	0.08	0.07
3. 稼動能力					
棚卸資産回転率	3.9	4.4	3.7	3.7	3.8
売掛金回転率	10.9	10.6	13.9	13.1	14.8
買掛金回転率	13.2	15.8	13.9	15.2	15.6
在庫日	93.9	83.5	98.4	99.2	95.1
売掛日	33.5	34.3	26.2	27.8	24.6
買掛日	27.5	23.1	26.2	24.1	23.3
現金回転率	99.8	94.7	98.4	103.0	96.3
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	5.9%	3.5%	3.3%	2.0%	6.5%
税引後利益/株主資(%)	8.8%	9.0%	9.2%	8.7%	10.0%
税引後利益/総資産	4.5%	4.8%	4.8%	4.6%	5.4%
資産運用による収益／売上	7.6%	4.4%	3.8%	2.5%	8.1%
5. DuPont モデル					
総資産／株主資本	2.03	1.85	1.86	1.86	1.93
収入／総資産	1.22	1.26	1.22	1.25	1.35
EBIT/収入	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
EBT/EBIT	0.80	0.79	0.78	0.76	0.79
利鞘/税引前利益	0.77	0.77	0.79	0.79	0.80
6. 評価					
PE	19.7	19.6	17.8	18.7	18.49
PB	1.7	1.8	1.6	1.6	1.77
EPS	1.107	1.154	1.187	1.135	1,187
簿価	12.585	12.845	12.839	12.981	12,870
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	3%	5%	2%	-8%	-11%
負債	-0.4%	0.0%	1.7%	-0.4%	2.3%
売上高	7.4%	1.4%	-2.7%	12.3%	18.2%
売上総利益率	18.3%	10.8%	-10.0%	5.1%	19.6%
税引後利益	56.7%	22.3%	4.9%	-18.6%	30.7%

流動比率が増加したが、当座比率が在庫の増加により下落した。

財政構成は安定している。

利益性が回復した。原因はラジアルタイヤの成長率が前年同期比 52%増となったため。

DRC – 上昇潜在がある

テクニックハイライト:

・現在傾向:短期的な上昇傾向

・MACD 指標:シグナル線を上回った。

・RSI 指標:レベルの 50 の上に上昇しているが。買われ過ぎゾーンにまだ入っていない。

・MA:EMA12 が EMA26 の上にある。

評価:DRC は抵抗線を株価の 22.5 で突破する兆候が出ている。DRC のサポート線は 18 である。抵抗線はそれぞれ、24、26、28 である。DRC が次の数日に株価の 29 までに上昇する可能性がある。

推奨:買値は 22～24 であり、利益確定売値は直近の抵抗線(24、26、28)或いは株価の 30 である。損切り値は 18 である。

ソース: Ibroker, BSC Research

2019 年 9 月 11 日

DRC –ダナンゴム株式会社

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 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>