

推奨 買い ダナンゴム株式会社 (HSX: DRC)

現値:	26,200	レポート作成日:	18/05/2021	株主構成	
前理論価格:	-	流行中株数(100 万)	119	Vinachem	50.51%
新理論価格:	32,800	時価総額(10 億ドン)	3,243	KWE AG	4.70%
配当率:	5.8%	過去 6 ヶ月平均売買高:	1,844,683		
上昇率:	25%	外国人投資家保有率	9.2%		

業界分析:

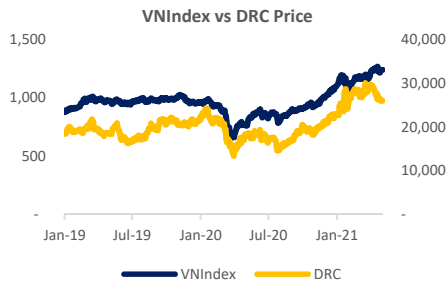
Lê Hữu Ngọc
ngoclh@bsc.com.vn

テクニク分析:

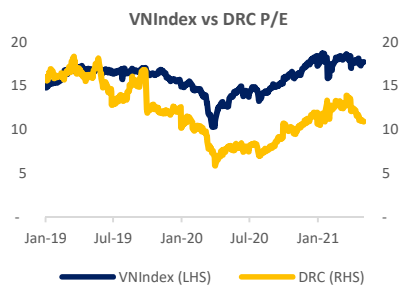
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

推奨価格: N/A VND
損切り値: 24,080 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は PE 方法に基づく、DRC 株の理論株価を 2021 年 5 月 18 日の終値比 25%増の 3 万 2,800VND/株と評価し、DRC の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2021 年には、(1)ラジアルタイヤ及びバイアスタイヤの消費量がそれぞれ、前年比+9%増の 553,045 台、同 44.6%増の 648,537 台、(2)平均販売価格が+2%僅かに上昇し、(3)売上総利益率が 20%であるという仮定に基づく、DRC の売上高を前年比 7.7%増の 3 兆 9,260 億ドン、税引後利益を同 44.6%増の 3,710 億ドン、EPSfw を 3,122VND/株、PEfw を 8.5 と予測しております。

投資観点

- 長期的な成長ポテンシャルが大きいのは(1)陸運が発展していることで、トラック用タイヤやバス用タイヤの消費量を促進し、(2)「ラジアル化」傾向がバイアスタイヤの代わりにラジアルタイヤの消費需要を高めるということから由来する。
- (1)多くの市場が回復している、(2)他国での競争企業が反ダンピング課税が適用されているということで、DRC は短期的に恩恵を受ける。

テクニク観点

- DRC がポジティブなシグナルを出すまで、投資家が株式保有率を引き下げ、慎重に観察し、株価が 24 の下落すれば損切りを検討するべきだ。

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	13.4	8.5	18.3	14.7
PB (x)	1.9	1.8	2.5	2.0
PS (x)	0.9	0.8	2.0	1.5
ROE (%)	15.4	18.2	13.7	13.3
ROA (%)	11.6	12.7	2.2	2.4
EV/ EBITDA (x)	5.5	5.3	17.3	14.0

	2018	2019	2020	2021F
売上高	3,551	3,858	3,647	3,926
売上総利益	431	571	599	749
税引後利益	141	251	257	371
EPS	1,187	2,109	2,160	3,122
EPS 成長率	-15.1%	77.7%	2.4%	44.6%
純借入/株主資本	86%	66%	44%	39%

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行が拡大していることで、タイヤ消費量が引き続き減少する。
- ゴムなどの原材料価格が上昇するのは売上総利益率を減少させる。

企業アップデート

2021 年第 1 四半期には、DRC は主要な市場が回復し、減価償却費が減少したことのおかげで、売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比+12.6%増 9,120 億ドン、同+70.1%増の 640 億ドンを計上した。

投資観点

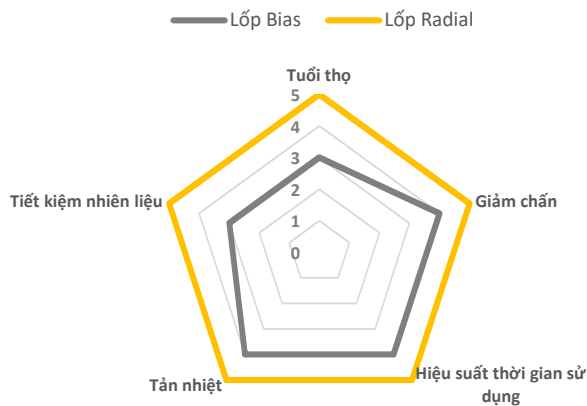
長期的な成長ポテンシャルが大きい

トラック用やバス用ラジアルタイヤ消費量が引続き増加しているのは(1))「ラジアル化」傾向がバイアスタイヤの消費をラジアルタイヤの消費に転換する、(2)陸運が発展していることで、タイヤ消費量を促進しているということから由来する。

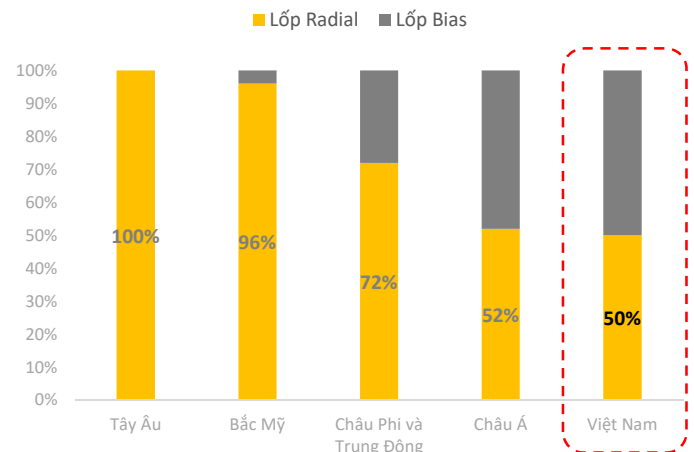
ラジアルタイヤはバイアスタイヤより様々な特長があることで、世界で一般的に使用されて、「ラジアル化」傾向を形成した。ベトナムはラジアルタイヤの特長を認識して、ラジアルタイヤの使用率を引き上げている。現在、この比率は 50%ですが、多くの国に比べてまだ低いです。

ラジアルタイヤはバイアスタイヤより様々な特長がある。

ベトナムのラジアル化率が世界の国々に比べて低いです。



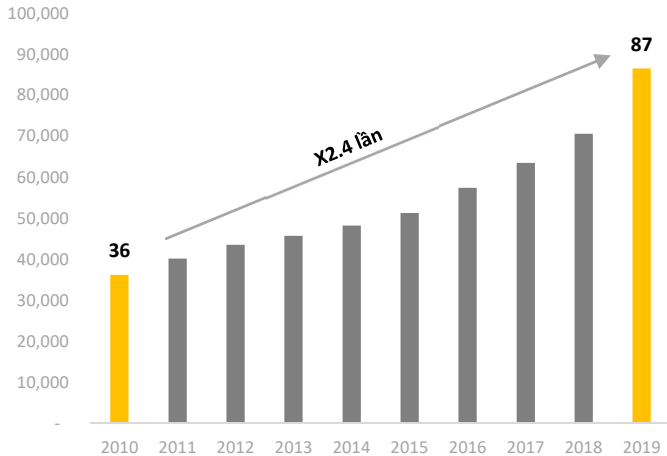
ソース: BSC Research 総合



ソース: Market Records, BSC Research

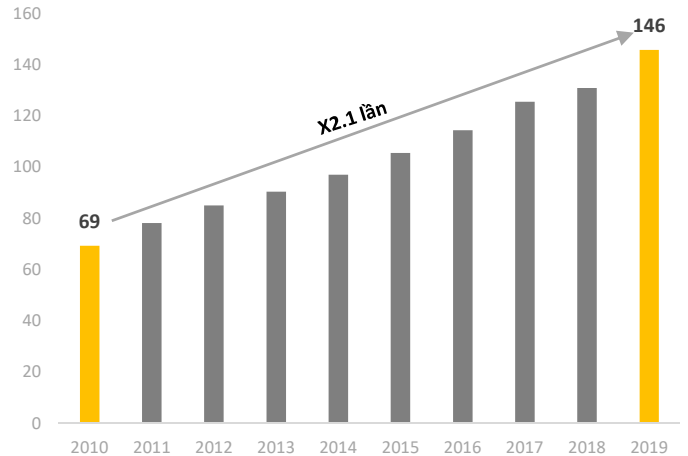
陸運が便利で、可動性及び地形に高い適応力があることで、海路、航空などの運送手段に比べて一般的に使用されている。陸運の貨物量及び乗降客数が年々増加して、運送業界の運送貨物量及び乗降客数の最大比率を占めている。

9 年間における陸運で運送された貨物量(10 億 t.キロメートル)が 2.4 倍増となった。



ソース: 商工省, BSC Research

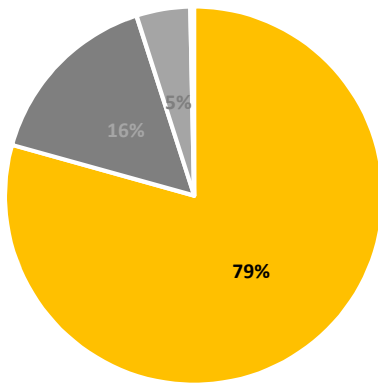
9 年間には陸運で運送された乗降客数(10 億人.キロメートル)が 2.1 倍増となった。



ソース: 商工省, BSC Research

陸運で運送された貨物量が運送貨物総量の中で最大比率を占めている。

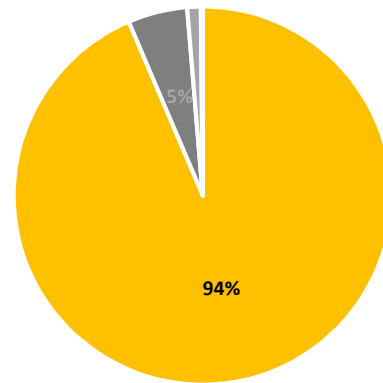
■ Đường bộ ■ Đường sông ■ Đường biển ■ Đường sắt ■ Đường hàng không



ソース: 商工省, BSC Research

陸運で運送された乗降客数が運送乗降客総数の中で最大比率を占めている。

■ Đường bộ ■ Đường sông ■ Đường hàng không ■ Đường sắt



ソース: 商工省, BSC Research

現在、ベトナムでインフラ施設及び交通システムの投資が促進されている。BSC は陸運が発展しているのがロジスティクスシステムで主要な役割を果たすと考えております。さらに、ラジアルタイヤの優位性はより明白になる。そのことのおかげで、トラック用ラジアルタイヤ及びバス用ラジアルタイヤの消費量が増加し、DRC に長期的な成長機会をもたらすだろう。

生産能力の拡大計画は DRC がタイヤ業界の成長を確実に利用するのに役立ちます。

DRC は生産能力を 1,000,000 タイヤ／年に上げる為にラジアル案件の第 3 次段階展開を計画した。投資額は 8,300 億ドンである。同案件は 2021 年第 4 四半期に実施され、2024 年から稼働する見込みです。

DRC のラジアル案件

	第 1 次と第 2 次段階	第 3 次段階
生産能力 (タイヤ/年)	600,000	400,000
投資額 (10 億ドン)	2,167	700
投資比率 (10 億ドン/1,000 タイヤ)	3.61	1.75

ソース: DRC, BSC Research

トラック用タイヤ及びバス用タイヤ市場は FDI 企業により生産されている製品、中国から輸入される製品などの様々な製品がある。そのうち、大手ブランドは Bridgestone、Michelin、Maxxis、Hankook などです。DRC タイヤが魅力的な価格で良質な商品なので、高いだと評価されてトラック及びバス用タイヤ製品トップ 5 にある。その為に、BSC は生産能力を拡大する計画が有効的に実施され、タイヤ業界の成長ポテンシャルを利用すると考えております。

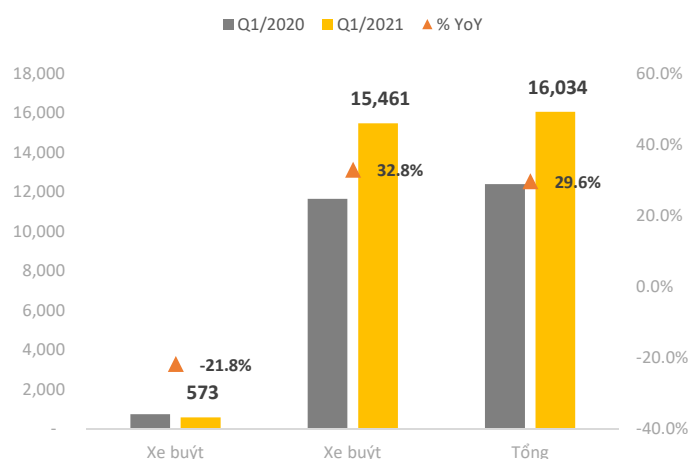
短期的に恩恵を受ける。

重要な市場は新型コロナウイルス感染症後、大きく回復している。

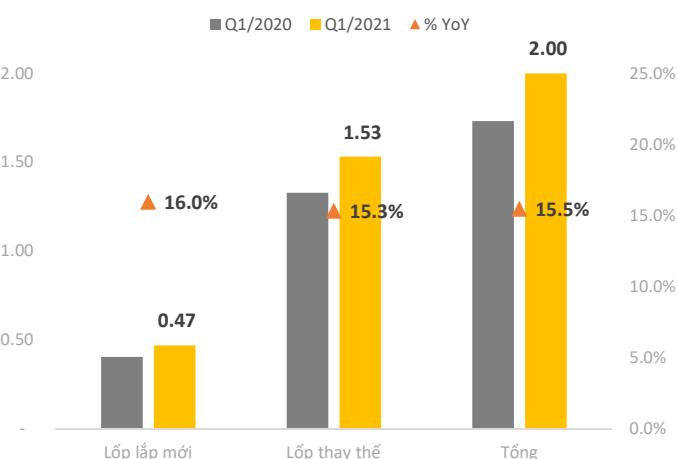
ベトナム、ブラジル、米国などの諸国の生産・経営活動は安定していることと共に、貨物を運送する需要が高まっていることで、トラックやトラック用タイヤの消費が大きく増加している。BSC によると、2021 年にトラック用タイヤ販売量が引続き増加するのは(1)多くの国で新型コロナウイルス感染症の流行が効果的に封じ込まれ、ワクチン接種率が増加している、(2)貿易活動が回復すると、貨物運送の需要が大きく回復するということから由来する。

ベトナム自動車工業会(VAMA)の 2021 年第 1 四半期商用車販売額 (台)が急増した。

ブラジル市場での 2021 年第 1 四半期トラック用タイヤ販売量が前年同期比+15.5%増となった。(100 万台)



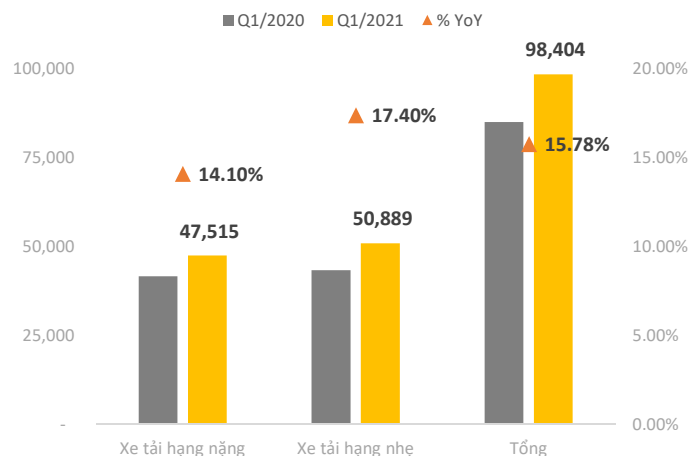
ソース: ANIP, BSC Research



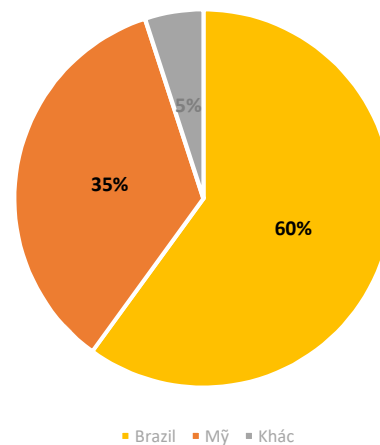
ソース: ANIP, BSC Research

米国での 2021 年第 1 四半期に商用車販売額は前年同期比+15.8% 増となった。(台)

ブラジルと米国市場は DRC のラジアルタイヤ輸出収入の 90%以上以上占めた。



ソース: ATP, BSC Research

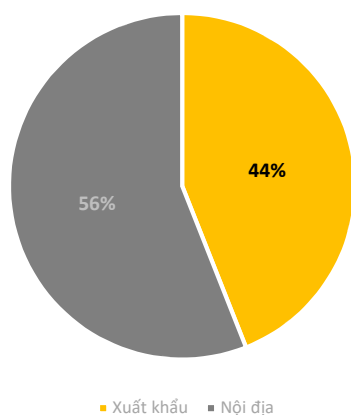


ソース: DRC, BSC Research

税政策から恩恵を受ける。

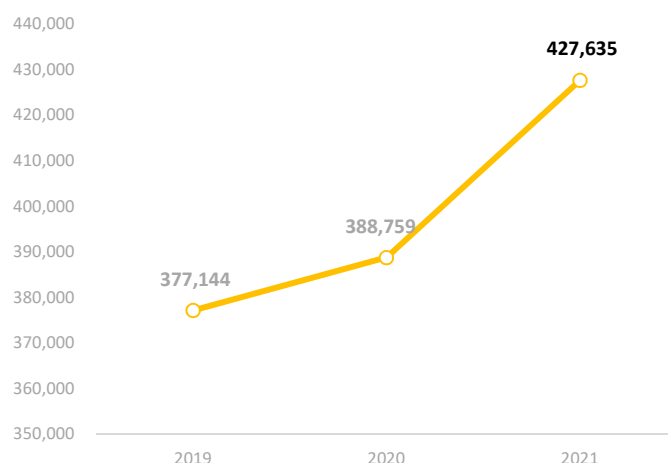
DRC は競争企業がブラジル市場にタイヤを輸出する際に反ダンピング課税の対象になる場合に恩恵を受ける。ブラジル政府は韓国、日本、ロシア、タイ、中国から輸入されるトラック用タイヤとバス用タイヤ製品に対して反ダンピング課税を更に 5 年間延長したが、DRC のタイヤ製品が輸出税率 0%を適用されている。

輸出事業による収入は DRC の総収入の 50%を占めている。



ソース: DRC, BSC Research

DRC の 2021 年タイヤ輸出量が急増している。



ソース: DRC, BSC Research

ブラジル市場で適用される反ダンピング課税

国	企業	反ダンピング税率 (ドル/キロ)
韓国	Kumho, Hankook...	0.32 - 1.49
日本	Sumitomo...	0.21 - 1.59
ロシア	OA...	0.72 - 1.10
タイ	Zhongce...	0.53 - 0.55
中国	Shandong, Sailun...	1.05 - 2.59

ソース: CAMEX, BSC Research

企業アップデート

DRC の 2021 年第 1 四半期業績アップデート

指標 (10 億ドン)	2020 年 第 1 四 半期	2021 年 第 1 四 半期	前年同期 比 (%YoY)	評価
売上高	803	912	13.6%	2021 年第 1 四半期の売上高は前年同期比+13.6%増の 9,120 億ドンだった。この増加は国内市場及びブラジル、米国市場などの輸出市場の回復から由来した。
自転車用タイヤ	47	52	12.0%	
バイク用タイヤ	74	78	6.4%	
バイアスタイヤ	229	265	15.8%	
ラジアルタイヤ	411	468	13.9%	
売上総利益	118	166	40.7%	2021 年第 1 四半期の売上総利益率が前年同期比+3.2%増の 18.2%だった。この増加は(1)工場の生産能力を向上する、(2)ラジアル生産工場の第 1 期が減価償却が終わったことで、減価償却用が 400 億ドンを減少したことから由来した。しかし、天然ゴムの価格は前年同期比+10.3%増の 3,780 万ドン/t だったことで、売上総利益率が僅かに低下した。
自転車用タイヤ	6	8	31.0%	
バイク用タイヤ	10	13	33.8%	
バイアスタイヤ	49	50	2.1%	
ラジアルタイヤ	50	83	67.0%	
売上総利益率	14.7%	18.2%	3.5%	
資産運用による収益	1	4	189.9%	2021 年第 1 四半期の財務費用は DRC の借入額が大きく減少したことで、前年同期比-54.1%減の 100 億ドンとなった。そのうち、2021 年 3 月 31 日時点の借入額が 3,550 億ドン、2020 年 3 月 31 日時点の借入額が 6,630 億ドンだった。
財務費用	23	10	-54.1%	
借り入れコスト	9	3	-66.7%	
販売費用	36	67	84.5%	
一般的な管理費用	14	14	-3.0%	
営業利益	47	80	70.2%	2021 年第 1 四半期の販売費用は前年同期比+84.5%増の 670 億ドンだった。原因は世界的なコンテナが不足していることと共に、ロジスティクスのシステムが停止されているために、運送費用が急増したことから由来した。
他の利益	0	0	0%	
税引前利益	47	80	70.2%	
法人	9	16	77.8%	
税引後利益	37	64	70.1%	

2021 年定期株主総会アップデート

2020 年配当: 現金配当の割当比率が額面比 15%です。そのうち、臨時現金配当として 500VND/株(額面比 5%)を支払った。残り分が進捗のとおり支払います。

2021 年計画: 売上高及び税引前利益はそれぞれ、前年比 6%増の 3 兆 8,520 億ドン、同 6%減の 3,000 億ドンに達する計画。

「ラジアル工場拡大」案件: 投資総額が 8,300 億ドンである見込みです。実行時間は 2020 年第 4 四半期から 2024 年第 2 四半期です。

ソース: DRC, BSC Research

業績予測

BSC は 2021 年には、DRC の売上高を前年比 7.7%増の 3 兆 9,260 億ドン、税引後利益を同 44.6%増の 3,710 億ドン、EPSfw を 3,122VND/株、PEfw を 8.5 と予測しております。

ーベトナム市場及び輸出市場でタイヤ消費量はポジティブな状態で引続き維持する。

ーDRC の全部製品の販売量は回復し、そのうち、ラジアルタイヤ及びバイアスタイヤの販売量がそれぞれ、前年比+9%増の 553,045 台、同 3%増の 648,537 台となる。

ー平均販売価格が+2%僅かに上昇する。

ー売上総利益率は 20%となる。この増加は(1)ラジアル工場の第 1 期は減価償却が終わったことで、減価償却費用が 1,090 億ドンを減少する、(2)原材料費用及びゴム価格が上昇することから由来する。

ー世界でコンテナの不足は 2021 年第 2 四半期に続いていることで、販売費用が前年同期比+35%増の 2,240 億ドンである。しかし、2021 年第 3 四半期にコンテナの不足は改善される可能性がある。

DRC 業績予測

指標(10 億ドン)	2019	2020	2021
売上高	3,858	3,647	3,926
自転車用タイヤ	184	202	206
バイク用タイヤ	346	310	316
バイアスタイヤ	1,203	1,092	1,178
セミステールラジアルタイヤ	2	4	4
自動車用ラジアルタイヤ	1,916	1,845	2,042
輸出		1,289	1,446
国内		556	596
自動車チューブ	121	105	94
タイヤ	37	42	40
他	17	16	16
売上原価	(3,287)	(3,047)	(3,142)
売上総利益	571	599	784
資産運用による収益	12	18	25
財務費用	(82)	(68)	(54)
借り入れコスト	(40)	(20)	(14)
販売費用	(127)	(165)	(224)
一般的な管理費用	(61)	(62)	(67)
税引前利益	313	321	463
少数株主税引後利益	251	257	371
EPS	2,109	2,160	3,122

ソース: BSC Research

評価

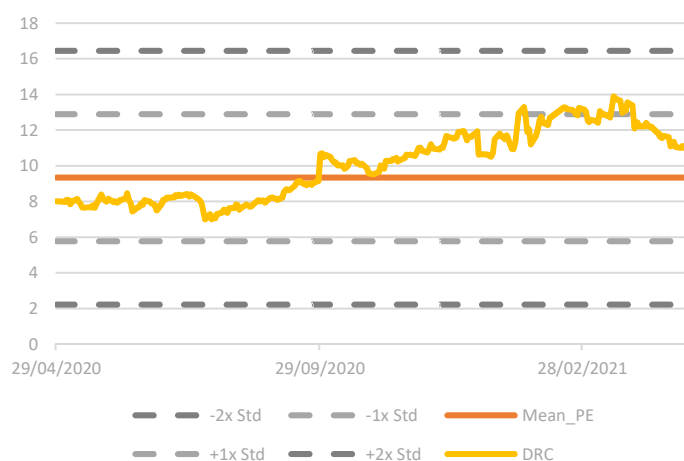
BSC は PE 方法に基づく、DRC 株の理論株価を 2021 年 5 月 18 日の終値比 25% 増の 3 万 2,800 VND/株と評価し、DRC の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価方法

BSC 証券が PE 方法に基づく株価を確定する為に目標 P/E を 10.5x と利用しております。BSC によると、この PE が短期的に DRC の大きな回復を反映する。

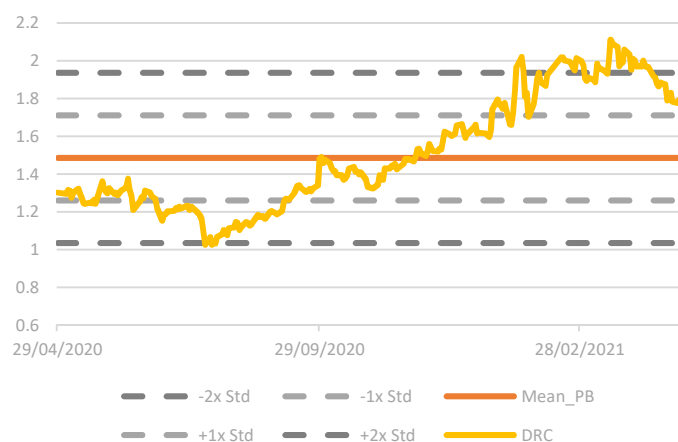
P/E 方法	価値
EPSFW2021	3,122 VND/CP
2021 年の目標 P/E	10.5x
合理的な価格	32,800 VND/CP

P/E DRC



ソース: BSC Research

P/B DRC



ソース: BSC Research

テクニク分析

DRC (ダナンゴム株式会社)

目標値: N/A

損切り値: 24,080VND

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 下落傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の下にある。
- ・RSI 指標: 減っているが、レベル 50 の上にある。
- ・MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

DRC は去年の 3 月下旬から中期的に下落している傾向にあるが、低値をまだ作成していません。直近の数週に、売買高が増加していた。MACD 指標がシグナル線の下にあると共に、RSI 指標が下に移転していることで、下落傾向が短期的に維持する可能性がある。中期には、DRC が株価の 24～24.5 の範囲に下落する可能性がある。

推奨: 投資家は株式の保有率を引き下げ、ポジティブなシグナルが出るまで観察し、株価の 24 で損切ることを検討するべきだ。



ソース: BSC, PTKT iTrade

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	3,551	3,858	3,647	3,926
売上原価	(3,120)	(3,287)	(3,047)	(3,142)
売上総利益	431	571	599	784
販売費用	(113)	(127)	(165)	(224)
企業管理費用	(54)	(61)	(62)	(67)
営業利益／損失	264	383	372	493
金融活動収益	12	12	18	25
金融活動費用	(98)	(82)	(68)	(54)
借入費用	(49)	(40)	(20)	(14)
営業利益／損失	0	0	0	0
他の収益	0	1	(2)	(2)
税引前利益	177	313	321	463
法人税額	(37)	(63)	(64)	(92)
税引後利益	141	251	257	371
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主税引後利益	141	251	257	371
EBITDA	536	657	582	594
EPS	1,187	2,109	2,160	3,122

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
現金及び現金相当	51	46	189	314
短期投資	0	0	150	150
短期未収金	315	142	131	92
棚卸資産	846	1,153	788	1,123
その他流動資産	34	36	54	58
他流動資産	1,246	1,377	1,311	1,737
有形資産	3,195	3,213	3,225	3,237
原価償却	(1,684)	(1,957)	(2,166)	(2,267)
建設中非流動資産	0	0	0	0
長期投資	4	3	4	4
他の非流動資産	66	67	51	51
非流動資産	1,587	1,331	1,119	1,031
総資産	2,833	2,708	2,430	2,768
買掛金	1,307	1,076	743	844
短期借入	707	532	306	374
他の短期借入	356	395	436	545
短期借入総額	1,062	927	742	918
長期借入	245	149	1	0
他の長期借入	0	0	0	0
長期借入総額	245	149	1	0
負債総額	1,307	1,076	743	918
出資金	1,188	1,188	1,188	1,188
株式会社化による資本剰余金	0	0	0	0
未処分利益	115	201	206	317
他の株主資本	222	243	293	345
少数株主持分	0	0	0	0
株主資本総額	1,525	1,632	1,688	1,850
総資本	2,833	2,708	2,430	2,768
流行中株数(100 万株)	119	119	119	119

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	141	251	257	371
原価償却及び割当て	270	273	209	101
流動資本変更	133	92	(107)	(300)
営業活動からキャッシュフロー	226	405	808	205
固定資産購入額	(148)	(15)	(9)	(12)
他の投資金	0	0	(234)	0
投資活動からキャッシュフロー	(131)	(13)	(155)	(12)
配当金	(130)	(130)	(147)	(185)
借入から金額	19	(266)	(363)	67
他の未収金	0	0	0	0
金融活動からキャッシュフロー	(110)	(397)	(511)	(68)
初期キャッシュフロー	67	50	45	189
内期キャッシュフロー	(16)	(5)	(141)	125
最終期キャッシュフロー				
初期キャッシュフロー	51	45	189	314

指数 (%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	1.2	1.5	1.8	2.1
当座比率	0.4	0.2	0.7	0.7
資本構成				
負債比率/総資産	46%	60%	61%	55%
負債比率/株主資本	86%	147%	156%	139%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	84	111	116	111
売掛金回収期間	35	21	13	10
買掛金回収期間	26	26	27	27
現金回転率	94	106	103	94
利益性				
売上総利益率	12.1%	14.8%	16.4%	20.0%
税引前利益率	5.0%	8.1%	8.8%	11.8%
ROE	9.2%	15.4%	15.2%	20.1%
ROA	5.0%	9.3%	10.6%	13.4%
評価				
PE	24.1	13.6	13.4	8.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.8
成長率(前年同期比)				
売上高	-3.2%	8.6%	-5.5%	7.7%
税引後利益	-3.3%	45.1%	-2.8%	32.7%
税引前利益	-14.6%	76.5%	2.4%	44.6%
EPS	-15.1%	77.7%	2.4%	44.6%

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 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>

