

## ベトナム乳業株式会社(HSX: VNM)

安定的な成長

推奨: 買い

目標価格: 71,300

Upside: +28%

### 消費財業 | BSC Research

BSC は VNM 株の 2025 年理論価格を 2025 年 4 月 11 日の終値比 +28%増の 71,300VND/株と評価し、VNM の投資評価を「買い」としております。

#### BSC 研究・分析センター

Trần Lâm Tùng

(分析者)

Tungtl@bsc.com.vn

(1) BSC は、長期的な成長の余地が予想よりも大幅に低いと考えているため、株価の上昇ポテンシャルをより正確に反映するために、P/E と DCF を組み合わせた方法ではなく、P/E 法を使用しています。

(2) 目標 PE は 16.5 であり、前 PE より 10%低くなる。

#### 企業情報

現値(VND/株):	61,400
流行中株数(100 万株):	2,090
時価総額(10 億 VND):	128,110
30 日間平均売買代金(100 万株):	3,2
外国人投資家保有:	51%

### 投資観点

VNM の株価は 2024 年のピークに比べて-17%を割引した。2025 年の Pefw は 14.9xである。年間現金配当は額面比 6~7%である。

また、VNM の時価総額は大きくなり、外国人投資家保有率が十分になることで、株式市場のアップグレードが VNM の株価の上昇をサポートするだろう。

### 業績予測

2025 年には、BSC は VNM の売上高を前年比+2%増の 64 兆 3,980 億ドン、少数株主等控除利益を同+1.8%増の 9 兆 5,640 億ドン、EPS を 4,096VND/株、Pefw を 15.xと予測しております。

(1) 国内市場の収入は前年比-8%減となる。

(2) 売上総利益率は同-3%減となる。

リスク: (1)粉乳価格は BSC の予想を上回っている、(2)VNM の市場シェアは縮小されている

業績	2022	2023	2024	2025F
売上高	59,956	60,369	61,783	64,398
売上総利益	23,897	24,545	25,590	26,042
親会社株主税引後利益	8,516	8,874	9,392	9,564
EPS	3,632	3,796	4,022	4,096

## I. 2024 年第 4 四半期業績のアップデート

### 2024 年第 4 四半期と 2024 年の業績

VNM_10 億 VND	Q4.2023	Q4.2024	% YoY	2023	2024	% YoY
売上高	15,619	15,477	-1%	60,369	61,783	2%
国内市場	13,085	12,842	-2%	50,618	50,799	0%
輸出市場	1,298	1,252	-4%	5,039	5,663	12%
子会社	1,235	1,383	12%	4,712	5,320	13%
売上原価	(9,177)	(9,267)	1%	(35,824)	(36,192)	1%
売上総利益	6,442	6,210	-4%	24,545	25,590	4%
金融活動による収入	429	395	-8%	1,716	1,586	-8%
財務費用	(119)	(140)	18%	(503)	(428)	-15%
そのうち: 借入費用	(96)	(66)	-31%	(354)	(279)	-21%
連結会社からの損益	(28)	23		(81)	32	
販売費用	(3,494)	(3,351)	-4%	(13,018)	(13,358)	3%
管理費用	(504)	(555)	10%	(1,756)	(1,828)	4%
経営活動による利益	2,726	2,582	-5%	10,904	11,594	6%
他の収入	126	61	-51%	64	6	-91%
税引前利益	2,852	2,643	-7%	10,968	11,600	6%
法税	(527)	(555)	5%	(1,948)	(2,241)	15%
税引後利益	2,351	2,147	-9%	9,019	9,453	5%
少数株主持ち分	25	23	-6%	146	61	-58%
少数株主等控除利益	2,326	2,124	-9%	8,874	9,392	6%
指数						
売上総利益	41.2%	40.1%	-1%	40.7%	41.4%	0.8%
純利益率	15.1%	13.9%	-1%	14.9%	15.3%	0.4%
管販費用/収入	25.6%	25.2%	-0.4%	24.4%	24.6%	0.1%

ソース:VNM の財務諸表, BSC

2024 年第 4 四半期業績: 売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比-1%減の 15 兆 4,770 億ドン、同-9%減の 2 兆 1,240 億ドンだった。

- 売上高の減少は(1)国内市場が粉ミルク事業と MCM の消費量の低迷により前年同期比-2%減となり、(2)輸出市場が同-4%減となったということのため。一方、海外子会社の消費量が同+12%増となった。
- 少数株主等控除利益の減少は(1)売上総利益率が前年同期比-1.1%減となり、(2)他の財務費用の 520 億ドンを計上したということのためだ。

2024 年: 売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年比+2%増の 61 兆 7,830 億ドン、同+6%増の 9 兆 3,920 億ドンだった。

## II. 2025 年投資観点

1. 2025 年には、BSC は VNM のシェアが横に推移するまたは、小幅に低下すると考えております。収入の成長率(前年比+4%増)は業界と回復市場の回復から由来するだろう。

2025 年には、VNM のシェアが横に推移するまたは小幅に低下する原因は以下のとおり。

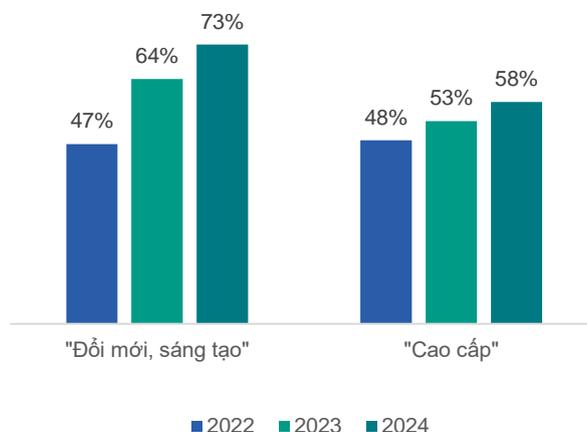
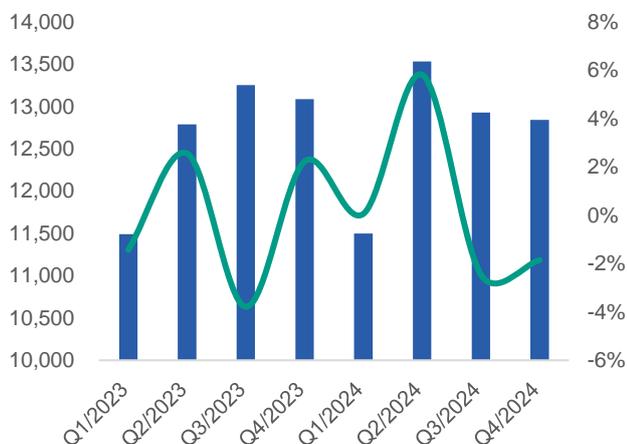
(1)VNM のシェア拡大率は頭初の予想より遅くなるだろう。これは 2024 年第 3 四半期と第 4 四半期の市場シェアがマイナス成長率(前年同期比-2.5%減、同-1.9%減)に示された。

(2)しかし、BSC は 2025 年には、(1)100 種類以上の製品が「新しい装い」になり、多くの新販売チャンネルが開設され、現在の小売システムが最適化される；(2) コンデンスミルク、ヨーグルト、Probi ヨーグルト、Green Farm フレッシュミルク、ナッツミルクなどの 2024 年に 2 桁成長率を達した事業が活用に集中される；(3)モ Moc Chau 乳牛株式会社(MCM)の再配置と拡張計画も 2025 年に実施される予定だという要素を基づく、VNM のシェアが横に推移するまたは小幅に低下すると予想しております。

そのために、BSC は国内市場での収入を前予想比-8%に下方修正しております。原因は、VNMの第3四半期と第4四半期の成長と市場シェアが期待の通りにまだ改善されなかったということのためだ。

VNM の 2024 年第 3 四半期と第 4 四半期収入は前年同期比-2.5%減、同-1.9%減となった。

VNM のブランド力は向上し続けており、VNM が 2025 年に市場シェアを維持することが期待される。



ソース: Bloomberg, BSC

VNM の P/E は最低水準で取引している。2025 年の PE FW は 14.9x である。

2020年～2022年: 市場シェアを失ったこと及び原材料価格の上昇で、マイナス成長を計上した - P/E avg = 16.6

2023年～2024年: 再評価、年間収入が+5%増となった - P/E avg = 17.6

2025: P/E FW = 14.9



ソース: Bloomberg, BSC

### III. 2025年業績予測

2025年には、BSCは以下の仮定に基づくVNMの売上高を前年比+2%増の64兆3,980億ドン、少数株主等控除利益を同+1.8%増の9兆5,640億ドン、EPSを4,096VND/株、PEfwを15.xと予測しております。

1. 国内市場での収入を前予想比-8%減に下方修正しております。
2. 2025年の売上総利益率は40.4%であり、前予想比-3%減となる。

#### 2025年業績予測

	2023	2024	2025F	%yoy 2024	%yoy 2025
売上高	60,369	61,783	64,398	2%	4%
国内市場	50,618	50,799	52,323	0%	3%
輸出市場	5,039	5,663	6,116	12%	8%
子会社	4,712	5,320	5,959	13%	12%
売上原価	(35,824)	(36,192)	(38,355)	1%	6%
売上総利益	24,545	25,590	26,042	4%	2%
売上総利益率	41%	41%	40%		
販売費用	(13,018)	(13,358)	(13,923)		
販売費用率	21.6%	21.6%	21.6%		
管理費用	(1,756)	(1,828)	(1,905)		
管理費用率	2.9%	3.0%	3.0%		
経営活動による損益	10,904	11,594	11,926	6%	3%
金融活動による収入	1,716	1,586	2,090	-8%	32%
財務費用	(503)	(428)	(410)	-15%	-4%

その利益	64	6	6		-91%	0%
税引前利益		10,968	11,600	11,931	6%	3%
税引後利益		9,019	9,453	9,626	5%	2%
少数株主持ち分	146		61	62		
少数株主等控除利益		8,874	9,392	9,564	6%	2%
EPS		3,796	4,022	4,096		

ソース:VNM の財務諸表, BSC research

### III. 評価と推奨

BSC は VNM 株の 2025 年理論価格を 2025 年 4 月 11 日の終値比 +28%増の 71,300VND/株と評価し、VNM の投資評価を「買い」としております。

- (1) BSC は、長期的な成長の余地が予想よりも大幅に低いと考えているため、株価の上昇ポテンシャルをより正確に反映するために、P/E と DCF を組み合わせた方法ではなく、P/E 法を使用しています。
- (2) 目標 PE は 16.5 であり、前 PE より 10%低くなる。

#### 評価

方法	価値
PE 方法 – 合理的な価格	
EPS FW 2025	4,096
目標 P/E	16.5
+ 現金配当(VND/株)	3,800
目標価格(VND/株)	71,300

ソース: BSC Research

## 付録

業績(10 億 VND)	2022	2023	2024	2025F
売上高	59,956	60,369	61,783	64,398
売上原価	(36,059)	(35,824)	(36,192)	(38,355)
売上総利益	23,897	24,545	25,590	26,042
金融活動収益	1,380	1,716	1,586	2,090
財務費用	(618)	(503)	(428)	(410)
そのうち:借入コスト	(166)	(354)	(279)	(259)
連結会社からの損益	(24)	(81)	32	32
販売費用	(12,548)	(13,018)	(13,358)	(13,923)
企業管理費用	(1,596)	(1,756)	(1,828)	(1,905)
経営活動からの損益	10,491	10,904	11,594	11,926
他の収益	4	64	6	6
税引前利益	10,496	10,968	11,600	11,931
法人税額	(1,918)	(1,948)	(2,241)	(2,305)
税引後利益	8,578	9,019	9,453	9,626
少数株主持分	62	146	61	62
少数株主利益等控除利益	8,516	8,874	9,392	9,564
EPS	3,632	3,796	4,022	4,096

バランスシート(10 億ドン)	2022	2023	2024	2025F
現金及び現金相当	2,300	2,912	2,226	8,570
短期投資	17,414	20,137	23,260	24,190
短期未収金	6,100	6,530	6,234	6,552
棚卸資産	5,538	6,128	5,687	5,801
他の短期的な資産	208	229	147	224
短期的な資産	31,560	35,936	37,554	45,338
長期未収金	38	16	18	41
固定資産	29,856	32,476	34,179	30,719
原価償却	(17,952)	(19,786)	(21,629)	(24,506)
投資資産	99	99	99	54
減価償却	(41)	(43)	(45)	(45)
建設中長期資産	1,805	937	1,540	-
長期投資	743	831	1,373	693
他の長期資産	2,375	2,208	1,961	2,551
長期資産	16,922	16,737	17,495	9,507
総資産	48,483	52,673	55,049	54,845
買掛金	10,441	8,921	9,344	9,267
短期借入	4,867	8,218	9,115	7,671
短期負債総額	15,308	17,139	18,460	16,938
長期借入	66	238	158	158
その他の長期借入	292	270	257	257
長期借入総額	358	509	415	415
買掛金	15,666	17,648	18,875	17,353
出資金	20,900	20,900	20,900	20,900
株式会社化による資本剰余金	34	34	34	34
他の株主資本	5,562	6,837	7,874	7,874
未処分利益	3,353	3,926	3,471	4,726
少数株主持分	2,967	3,329	3,896	3,957
株主資本	32,817	35,026	36,174	37,491
総資本	48,483	52,673	55,049	54,845

キャッシュフロー会計(10 億 VND)	2022	2023	2024	2025F
税引後利益	10,496	10,968	11,600	11,931
原価償却及び割当て	2,095	2,055	2,095	2,878
流動資本変更	104	(1,702)	182	(1,200)
他の調整	(3,868)	(3,433)	(4,191)	(2,337)
営業活動からキャッシュフロー	8,827	7,887	9,686	11,271
固定資産購入額	(1,320)	(1,475)	(1,628)	5,045
他の投資	4,793	(1,514)	(2,111)	(218)
投資活動からキャッシュフロー	3,473	(2,989)	(3,739)	4,827
配当金	(8,167)	(8,152)	(8,160)	(8,309)
借入から金額	(4,531)	3,512	796	(1,444)
他の未収金	338	347	722	-
金融活動からキャッシュフロー	(12,360)	(4,293)	(6,641)	(9,753)
初期キャッシュフロー	2,349	2,300	2,912	2,226
中期キャッシュフロー	(60)	606	(694)	6,344
最後期キャッシュフロー	2,300	2,912	2,226	8,570

指数(%)	2022	2023	2024	2025F
支払能力				
流動比率	2.1	2.1	2.0	2.7
当座比率	1.7	1.7	1.7	2.3
資本構成				
負債比率/総資産	32%	34%	34%	32%
負債比率/株主資本	48%	50%	52%	46%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	56	62	57	55
売掛金回収期間	37	39	37	37
利益性				
売上総利益率	39.9%	40.7%	41.4%	40.4%
税引後利益率	14%	15%	15%	15%
ROE	26%	25%	26%	26%
ROA	18%	17%	17%	17%
成長率				
売上高	-2%	1%	2%	4%
EBIT	-18%	6%	5%	3%
税引前利益	-19%	5%	6%	3%
EPS	-20%	5%	6%	2%
成長率				
流行中株数(100 万株)	2,090	2,090	2,090	2,090
簿価(VND/株)	15,702	16,759	17,309	17,939

## 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

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

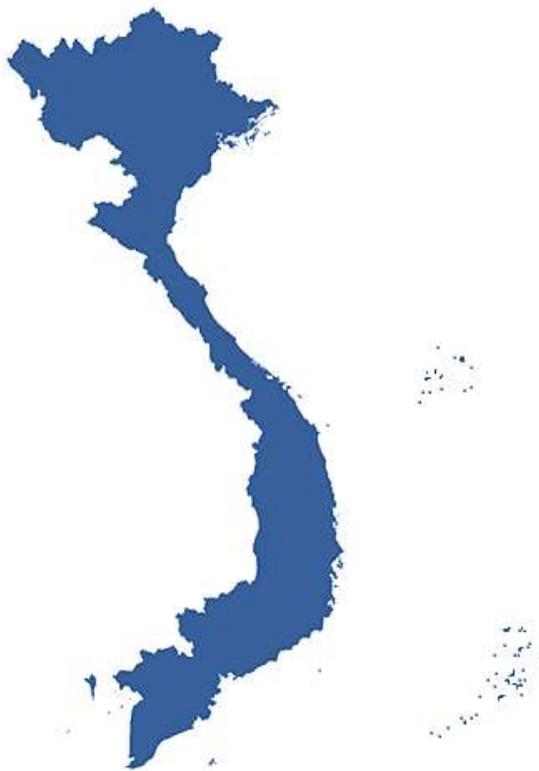
93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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



**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

## 推奨システム

推奨	説明
強い購入	1 年間利益率は 30%以上になると期待されております。
購入	1 年間利益率は 15~30%以上になると期待されております。
ホールド	1 年間利益率は 10~15%以上になると期待されております。
売却	1 年間利益率は 10 未満と期待されております。

## 連絡先 – 研究・分析センター

**Trần Thăng Long**  
分析・研究部の部長  
[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

**Bùi Nguyễn Khoa**  
分析・研究部の副部長  
マクロ – 市場  
[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

**Phan Quốc Bửu**  
分析・研究部の副部長  
業界・企業  
[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

**銀行・金融業**  
**Dương Quang Minh**  
リーダー、分析者  
[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)  
**Đoàn Minh Trí**  
分析者  
[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

**不動産業、建設用材料業**  
**Phạm Quang Minh**  
リーダー、分析者  
[Minhpq@bsc.com.vn](mailto:Minhpq@bsc.com.vn)  
**Lâm Việt**  
分析者  
[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)  
**Nguyễn Công Hoàng Duy**  
分析者  
[Duyrch@bsc.com.vn](mailto:Duyrch@bsc.com.vn)

**石油・ガス業、肥料業、化学業**  
**Nguyễn Thị Cẩm Tú**  
リーダー、分析者  
[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)  
**Lưu Thùy Linh**  
分析者  
[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)  
**Nguyễn Dân Trường**  
分析者  
[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

**小売り業、輸出業、Logistics 業**  
**Phạm Thị Minh Châu**  
リーダー、分析者  
[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)  
**Trần Lâm Tùng**  
分析者  
[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)  
**Trần Nguyễn Tường Huy**  
分析者  
[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)