

推奨: ホールド

Mã Tuấn Minh Hiển (PTCB)

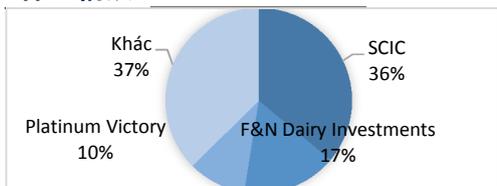
hien.mtm@bsc.com.vn

目標価格	192,476
終値 (05/06/2018)	177,000
終値より上回り率	8.7%

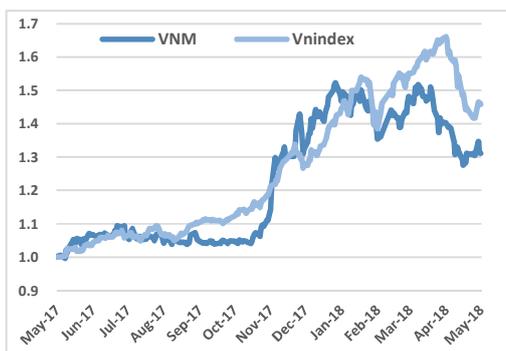
市場データ

発行株数(100万株)	1,451
時価総額(10億ドン)	239,490
過去52週間の最高値(VND)	214,800
10日間の平均取引株数	947
外国人投資家保有率(%)	59.79
2017 P/E (x)	28.0
2017 P/B (x)	12.0
ROE (%)	43
ROA (%)	30

株主構成



株価推移(1年間)



ベトナムミルクの将来のため

株価算定

BSC は、PE 算定方法で、VNM の目標株価が22万4,285VND(2018年6月5日の時価より8.7%上回り)と算定し、DCF 算定方法では目標価格が16万667VNDとなる。12ヶ月の平均の目標価格の19万2,476VNDとなる。この株式に対して「ドールド」保持を推奨しております。

ミルク業の展望

ベトナムミルク業の成長率は年間7~9%に上昇するが、2021年までに段々減少するだろう。2017年には、ベトナムミルク業の売上は前年比10.9%増の105兆3,920億ドンに達した。

投資ハイライト

生産量の成長は主に国内販売量の成長から来た。VNMの2017年売上は前年比8.9%増の51兆1,349億ドン、年間計画の108.5%を達成した。BSCは生産量の成長が国内販売量の成長から来ていると考えております。

輸出市場シェアの拡大。現在、VNMの2018年第1四半期輸出売上高の割合は14.2%を占めている。VNMは輸出売上高の割合が2021年に25%を占めることを目標にする。2017年~2021年の期間におけるCAGRは14.39%となる。BSCの予測によると、2018年の輸出収入は前年比5.66%増の7兆8,880億ドンに達す。

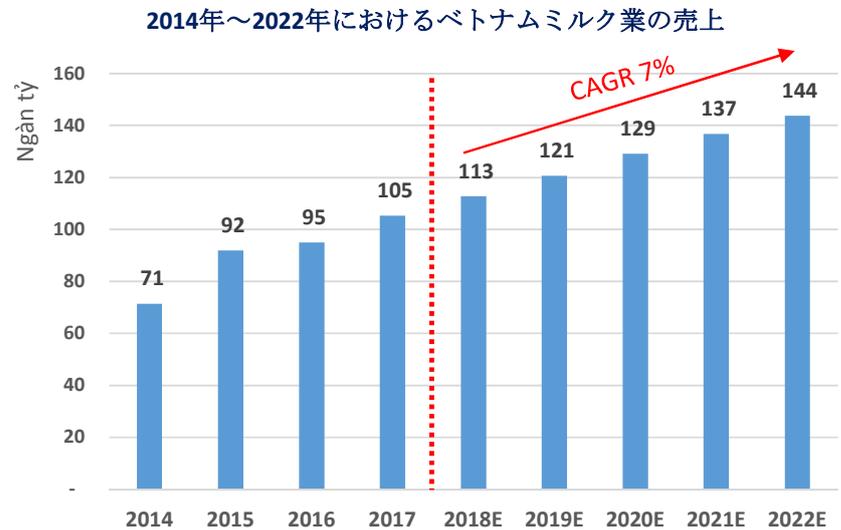
投資リスク

スキム粉乳と全脂粉乳の価格は2018年に再び値上がりしました。WMP粉乳の先物契約価格は前年同期比13.83%増の\$3,285/MTであり、SMP粉乳の先物契約価格は前年同期比13.42%増の\$1,927/MTである。粉乳価格が段々上がっていることで、VNMの売上総利益率は前年比3.2%減の45.9%に減少するだろう。

ミルク業の展望

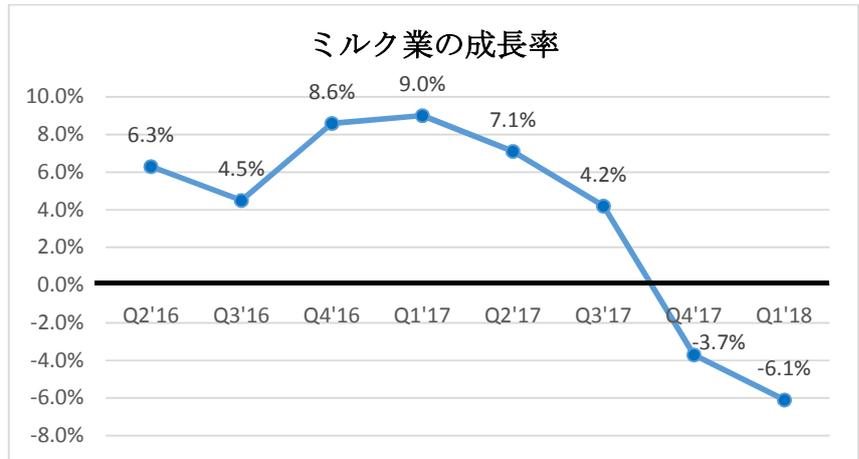
ベトナムミルク業の成長率は年間 7~9%上昇しているが、2021 までに段々減少するだろう。

ミルク業のシェアはファスト消費製品目に第 1 位となり、9.1%を占めている。2017 年には、ベトナムミルク業の売上は前年比 10.9%増の 105 兆 3,920 億ドンに達した。



ソース: EMI

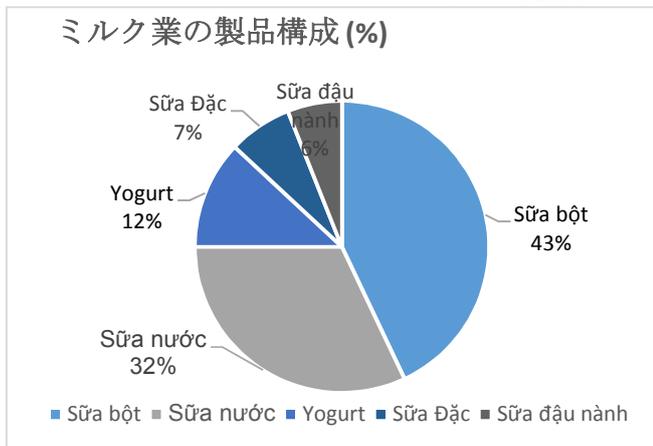
しかし、2018 年第 1 四半期には、ベトナムミルク業の成長率は前年同期(9%)より 6.1%減となった。



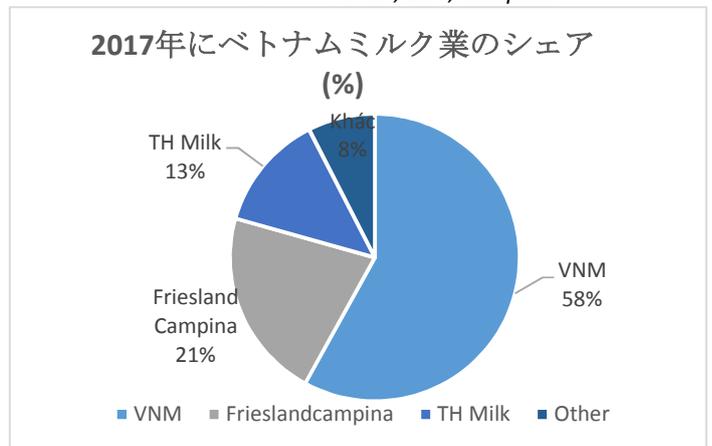
ソース: Nielsen

牛乳及び粉乳のシェアはそれぞれ全体の 32%、43%を占め、最も大きな割合を占めている。次は、ヨーグルト、コンデンスミルク及び豆乳はそれぞれ、全体の 12%、7%、6%を占めている。2016 年には、商工省の報告によると、牛乳及び粉乳の生産量はそれぞれ 10 億リットル、11 万 800tだった。2017 年には、VNM のシェアは全体の 58%を占め、第 1 位で維持した。次は FrieslandCampina Vietnam (21.4%), TH Food Chain(13.1%)だった。

ソース: EMI.



ソース: VNM, EMI, Stoxplus.



投資分析の要点

ベトナム人の消費行為がいつも移動状態にある。そのため、近年にコンビニエンス店が大幅に成長している。タイ市場はベトナム市場とかなり似ている、コンビニがスーパーを追い越した。

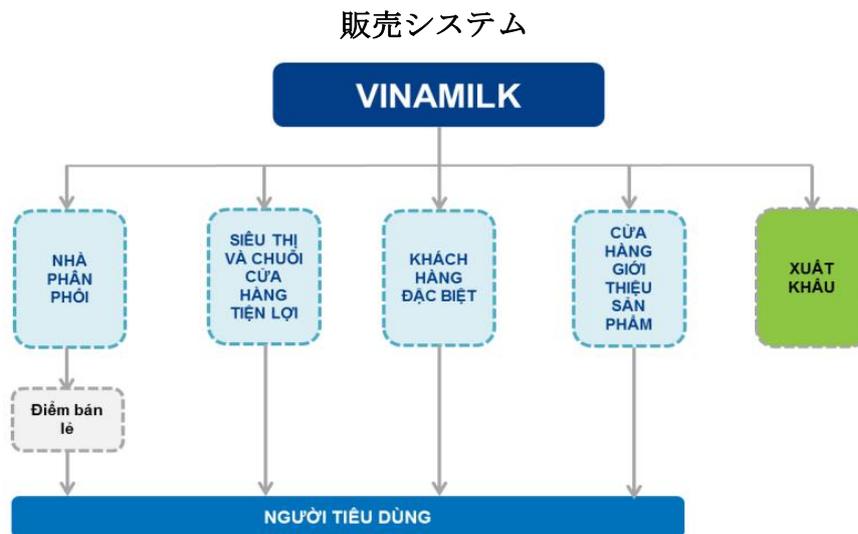
ソース :

Nielsen

活発な国内販売活動で VNM の生産量が成長している

生産量の成長は主に国内販売事業の成長から来ている。

2017 年の売上高は前年比 8.9% 増の 51 兆 1,349 億 VND に達して年間計画の 108.5% を上回った。生産量の成長は主に国内販売量の成長のから来ていると考えております。主な動力は合理的市場開発戦略だった: (1) 流通システムの拡大。2017 年に、36,000 小売店舗(前年比 17% 増)、1,641 スーパー(前年比 102% 増)、218 店舗“ベトナムミルクの夢”ショールーム(前年比 109% 増)を含んだ。現在、ホーチミン市とハノイに VNM のショールームは 418 店がある。VNM は 2018 年に 500 店舗、今後 5 年間に 1,000 店舗を開けることを目標にする。VNM の店舗システムの投資コストが高くない、主には 2~4 年間以内投資回収できる家賃である。



(2). VNM は、市場シェアを拡大するためのマーケティング戦略を通じて、ブランド意識を高めました。販売売上高比率は全体の 22.6% を占め、前年より 7% 増加した。そのために、VNM のシェアは前年より 2% 増の全市場 58% を占めている。しかし、BSC の評価では、プロモーションへの支出は収入を増加させない、2017 年の売上成長率が前年比 9% 増加した。原因は以下の通り。

- (1) ベトナムでは、消費者の選択(植物性牛乳、その他の栄養ドリンク)を持っていくことから、動物性乳は減少し始める傾向がある。
- (2) ミルク業界はまだ消費者を誘致するための画期的な製品がない。

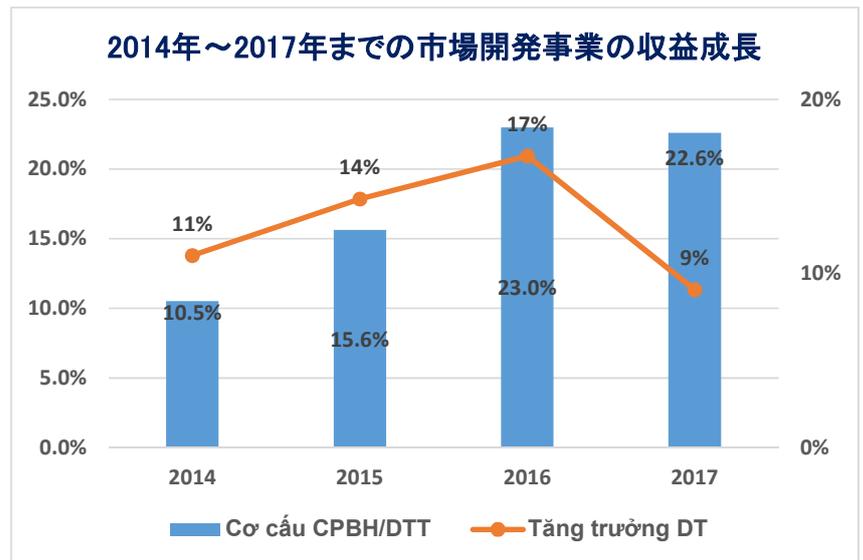
消費者はより高い栄養成分がある商品を使い始めて、高い品質がある商品をデマンドしている。

2017年には、VNMはプロモーション、展示、サポート活動、R&Dの新商品(100%有機新鮮なミルク、クルミの豆乳、Dược Hậu Giangと協同して製造する保健機能性食品)に7兆6,730億VND(前年比10%増);ブランド認知度向上のために広告、デジタルマーケティングに1兆9,910億VNDを支出した。

ベトナム人の世界に接するチャンスが多くなっている。62%ベトナム人が携帯電話を持っている、中に50%のがスマホだ。現在、一週間に24.7時間でベトナム人がインターネットを利用しているから、これが商業界オンラインのチャンスだ。

ソース:

Nielsen



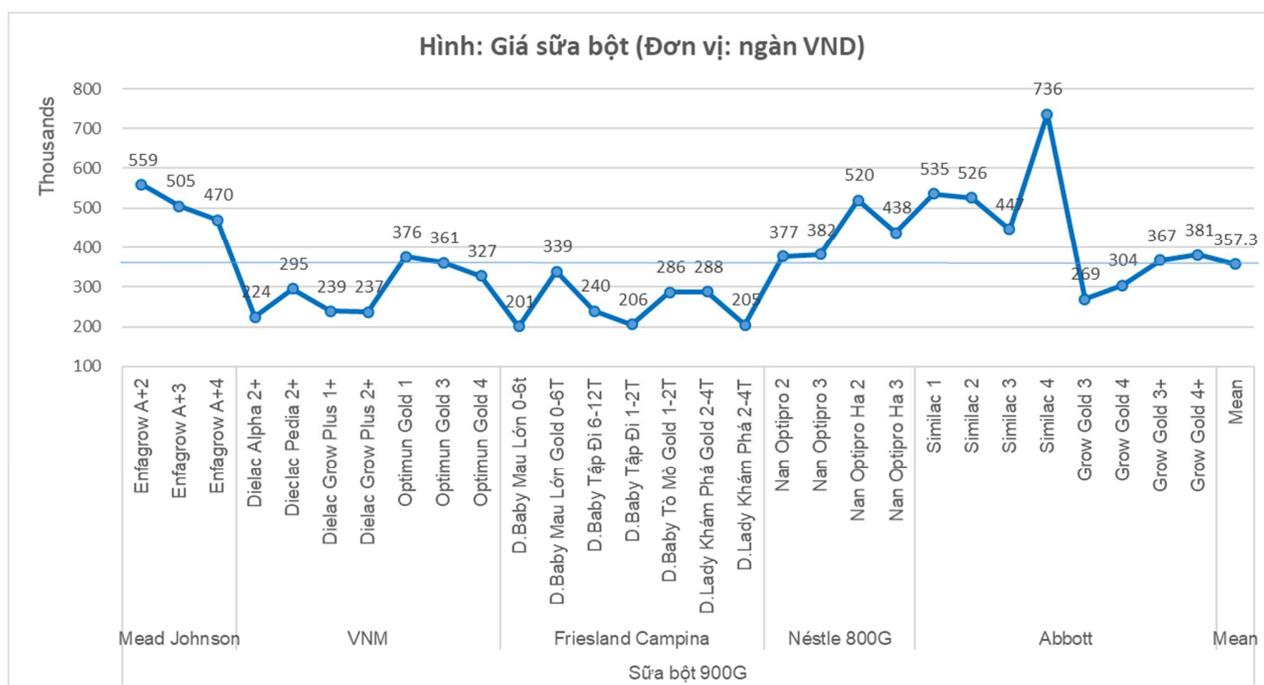
ソース: VNM & BSC Research

合理的な価格

2014年、外国企業がミルク価格を操作して大幅に価格を引き上げた。産業貿易省の上限価格制度が施行されたのに、これら企業はミルク量を下げたり、上限価格制度リストの銘柄の名を変更したりから、ミルク価格が以前より上昇した。そのため、VNMは粉乳を作って合理的な価格及び品質威信で販売している。

ミルクは、日刊消費、短期利用期限、大規模な工業生産、需要の感受性のための安定した価格という特徴を有する速消費財(FMCG)の製品である。そのために、価格戦略は重要な戦略の1つであり、VNMは市場シェアを拡大するのに役立つ消費者向け合理的な価格を設定した。

粉乳について、現在、粉乳社の数が300社である。そのうち、国内会社が生産量の65%を占めている。VNMのシェアは多くの競争上の優位性(合理的な価格、ブランド、品質)により市場シェアの41%を占めて、第1位となる。一般的には、Mead Johnson, Nestle, Abbott, Friesland Campinaなど外国ブランドの価格及び市場の平均価格に比べて、VNMの価格が16.67%とより安い。



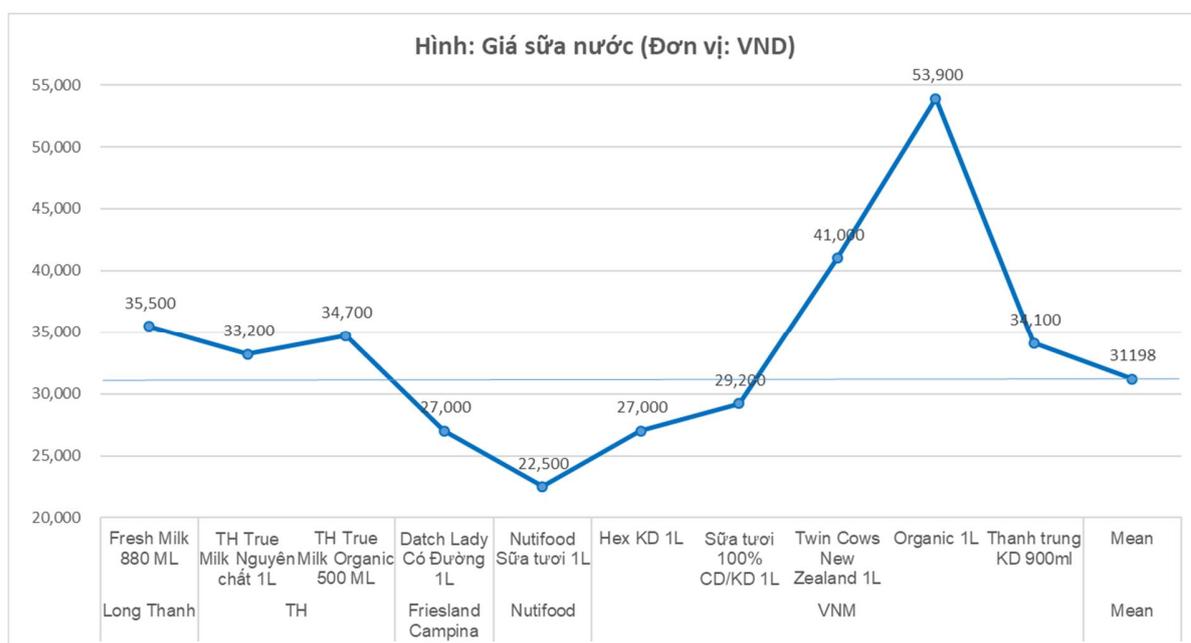
ソース: BSC Research

液体ミルクについて、弊社の統計によると、VNMが多様な製品類を持っており、販売価格は27,000VND/リトル～53,900VND/リトルの辺りに移動している。VNMの販売価格は米欧国からの輸入されるミルク販売価格(105,000VND/リトル)より48.67%

安い。多くの液体乳製品が多様化されていることで、消費者が栄養の水準と販売価格に関する多くの選択肢を持っている。

VNM は生産量が全市場の 54% を占め、子会社の 2 社を有り、23,395 頭の乳牛で 10 酪農場を有している、第 1 位だ。

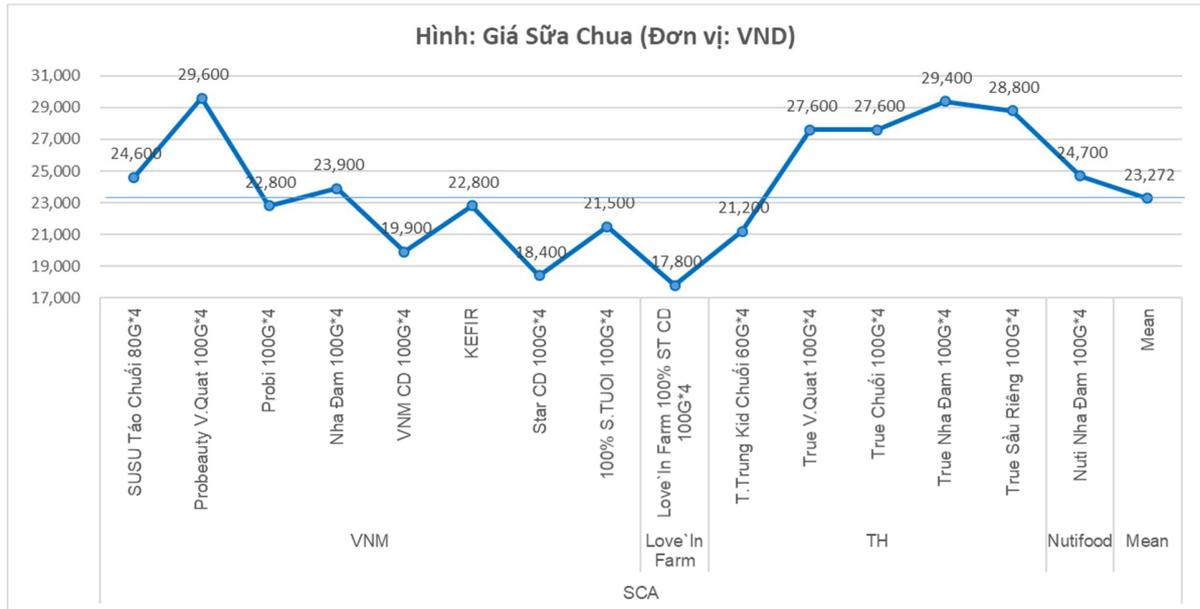
平均ミルク生産量は一日間に 280t(前年比 7%増)だった。栽培と食品加工の自動化技術のおかげで、新鮮なミルク原料の平均原価は前年比 9%減となった。



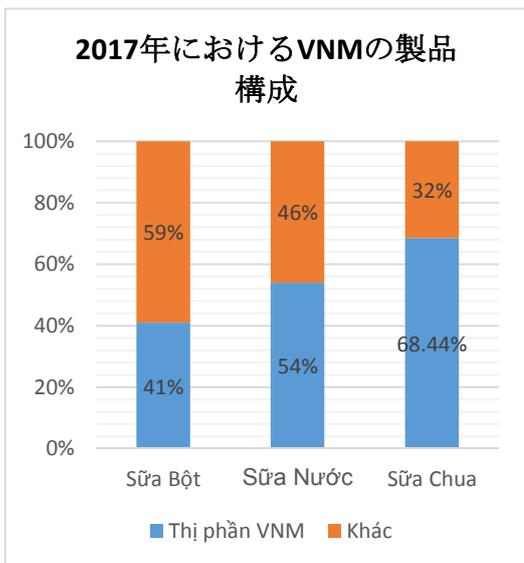
ソース: BSC Research

ヨーグルトについては、VNM の商品は多様化されていて子供から年寄りまで向きである、フレーバーも多い。他方、100%新鮮な牛乳から生産されている TH true yoguest のヨーグルトはフレーバーの 4 つがある、高価格で売られている。そのうち、VNM のヨーグルトは手頃な価格で売られている。

予測によると、ヨーグルトの 2016~2021F 年の CARG の成長率が 6%となる。子供向きの SUSU と年寄り向きの Probi で VNM の市場占有率が 68.44%を占めて最も高い。ライバル会社は FrieslandCampina(市場占有率の 13.13%、Yomost) ;IDP(市場占有率の 7.76%、Ba Vi) ;TH Food Chain (市場占有率の 2.51%、TH True Yogurt)などだ。



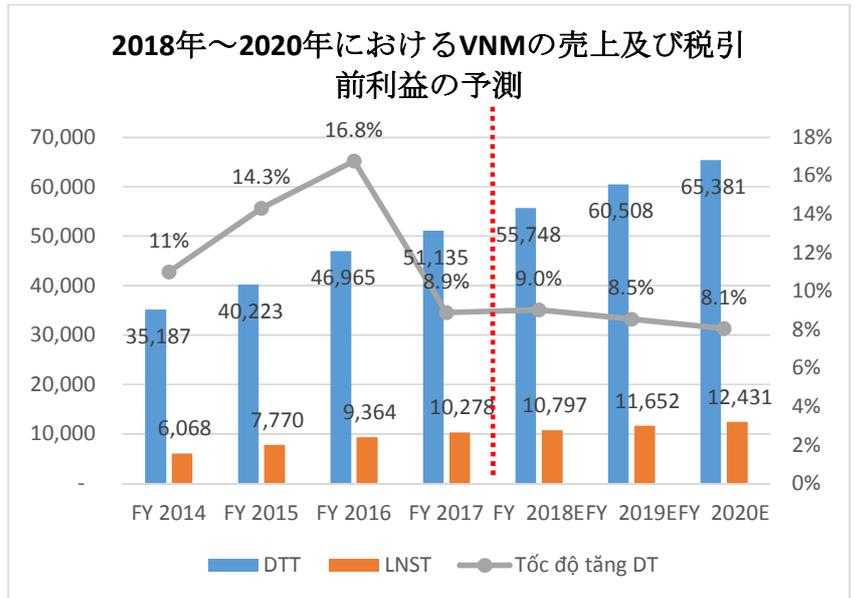
ソース: BSC Research



VNM は他の消費者向きの新商品の研究開発を行っている。他方、VND の実質賃金がむしろ減少していると見られているから、カンボジアやアフリカ諸国など低開発国に輸出するのが合理的な戦略だ

しかし、VNM の国内成長予測は、2018 年～2022 年の中期的に業界平均にほぼ低下する可能性がある。

2014～2017 年度の目覚ましい成長率及び市場の拡大は次年度の成長に圧力にかけている。VNM の成長幅も縮んでいる。BSC の予測では、2018 年の売上高成長率が 9%に上昇し、前年と相当する。2018 年には、売上高が約 55 兆 7,480 億 VND で年間計画の 100.45%を上回る。税引後利益が 10 兆 7,970 億 VND で年間計画の 100.42%を上回る。



ソース: VNM & BSC Research

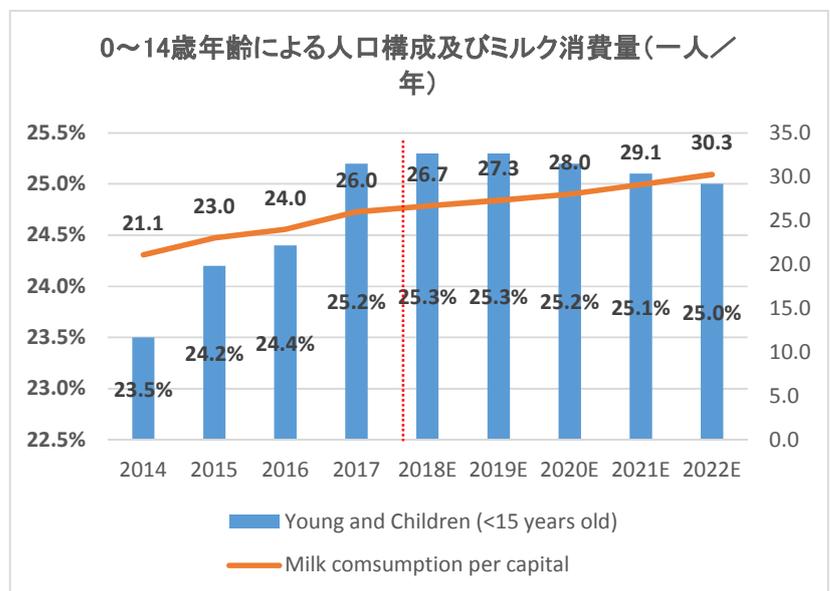
人口の金の比率は低下しています

ミルク産業の発展は青少年の割合とよく相関していると考えられています。0～14歳は人間の体質の最も発展の段階だ。従って、ミルク需要と業界の成長は若者の数に依存する。

家庭の人数が減っている。ホーチミン市での家庭ごとには子供が1.5人、収入が上がる、支出が3・4人分だけのためだ。だから、ミルクの消費量が増加する。

ソース :

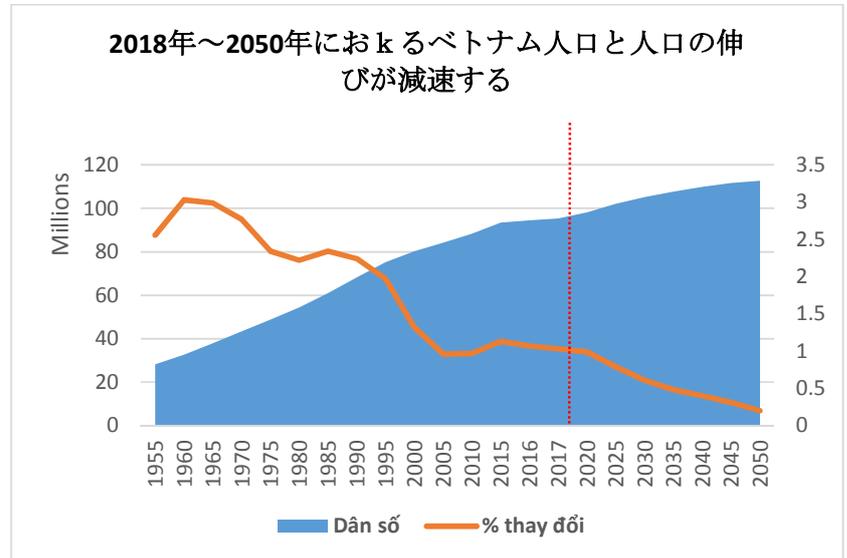
Nielsen



ソース: GSO, MOIT

ベトナム人口の成長率が減っている。1960年、1970年、2017年の人口の成長率はそれぞれ3.03%、2.77%、1.03%となった。ベトナム人口構成は高齢化している、未成年者率が減っている。

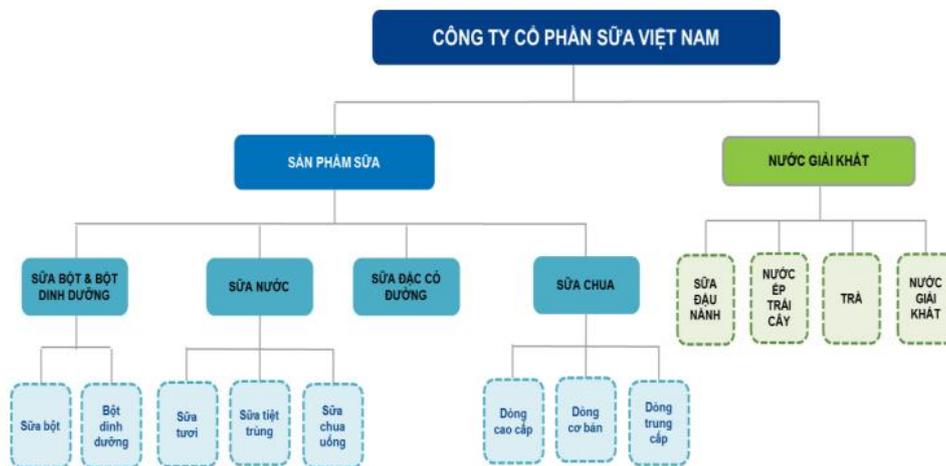
これは乳製品業の売上高が影響されている、特に Vinamilk の乳製品業だった。



ソース: DanSo.org

VNM の主な収入は液体ミルクと粉末ミルクから来ている。そのために VNM の収入は、その 2 つの事業に依存し過ぎたら、マイナスに影響されるだろう。

VNM の製品構成

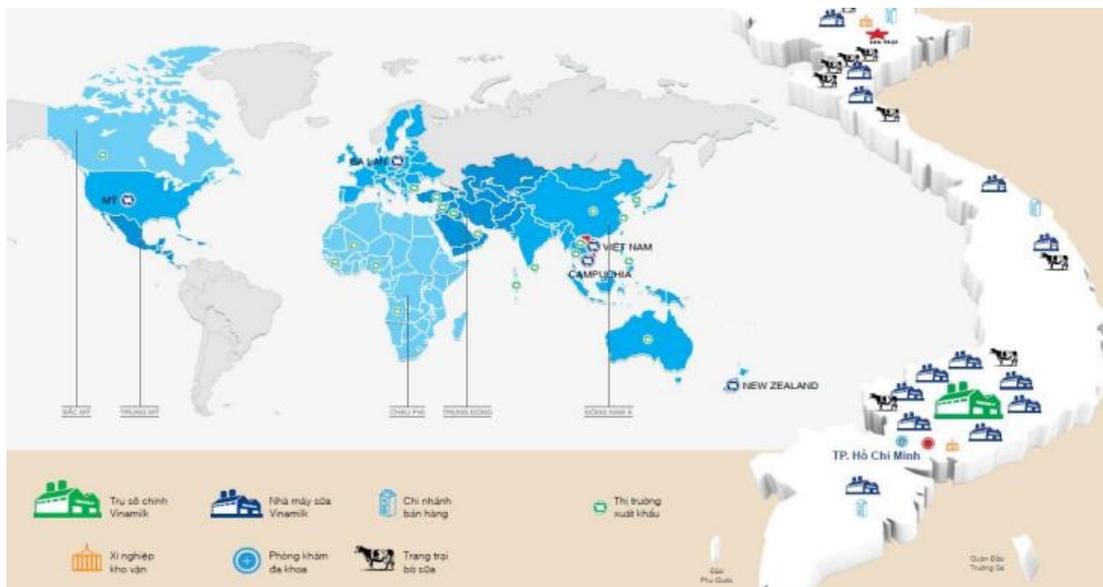


Nguồn: Vinamilk

グローバル輸出市場の拡大

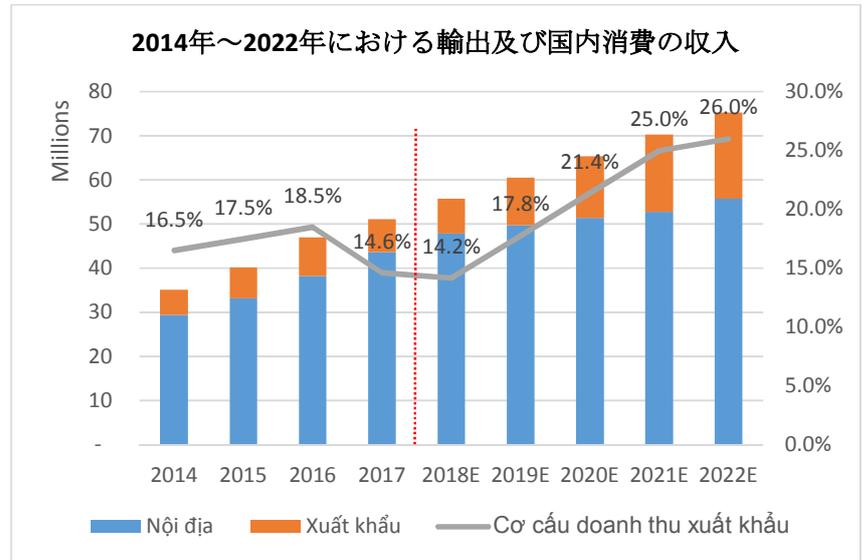
現在、VNM の 2018 年第 1 四半期の売上高輸出の割合が 14.2%で前年より減少した。VNM は中東アジア、アフリカ、東南アジアの 43 国に輸出を強化している。うちに、イラク市場でのシェアは、輸出額の 30%~40%を占めている。しかし、政治的不安定性のために、VNM はこの地域への輸出量を減らしている。また、VNM は、アフリカ地域における潜在的な市場、特に日本やカナダなどの高品質な製品を要求している市場に注力しています。

VNM の販売ネットワークと経営地域マップ



ソース: VNM

VNM は輸出額が 2021 年までに総収入の 25%を占めることを目標にし、2017 年~2021 年の期間における輸出の CAGR が 14.39%と相当した。BSC の予測によると、2018 年の輸出額は前年比 5.66%増の約 7 兆 8,880 億 VND となる。



ソース: VNM & BSC Research

潜在的な M&A 通じるグローバル経営活動の拡大

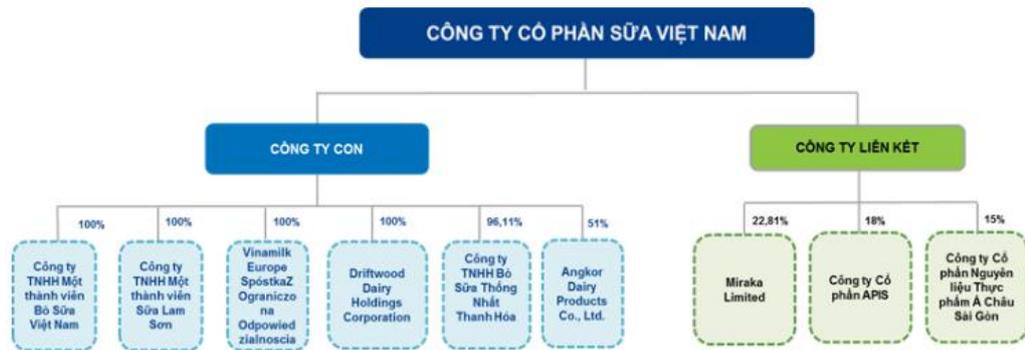
2017年まで、VNMは外国企業とM&Aの4件を実施した。連結会社であるMiraka社(22.81%)：ニュージーランドで粉乳と新鮮なミルクを生産する。子会社は(1)Driftwood Dairy Holdings Corporation(100%)：カリフォルニア州で乳製品を製造して経営する；(2)Angkor Dairy Products Co., Ltd(51%)：カンボジアで乳製品を製造する；(3)Vinamilk Europe Spostka Z Ograniczona Odpowiedzialnoscia(100%)：ポーランドでミルクの原料、ミルク、乳製品、食品、飲料を経営する。2015年、Driftwood、MirakaとVinamilk Europeは全体の売上高に5兆6,910億VNDを寄与して14.2%を占めた。

Doanh thu công ty con ở nước ngoài đóng góp cho Vinamilk trong năm 2015. 2015年にVNMに寄与した海外で子会社の総収入	2015 (10億ドン)	%
VNMの売上高	40,080	100.00%
Driftwood Dairy Holdings	2,600	6.49%
Miraka Limited Revenue	2,370	5.91%
Vinamilk Europe Spóstka Z Ograniczona Odpowiedzialnoscia	721	1.80%

ソース: VNM

M&A戦略はVNMが輸出額を増加するための重要な戦略の1つになる。しかし、BSCは、M&A事業が潜在的な企業と交渉したり評価したりするために時間がかかりますと考えております。

VNM の再構成



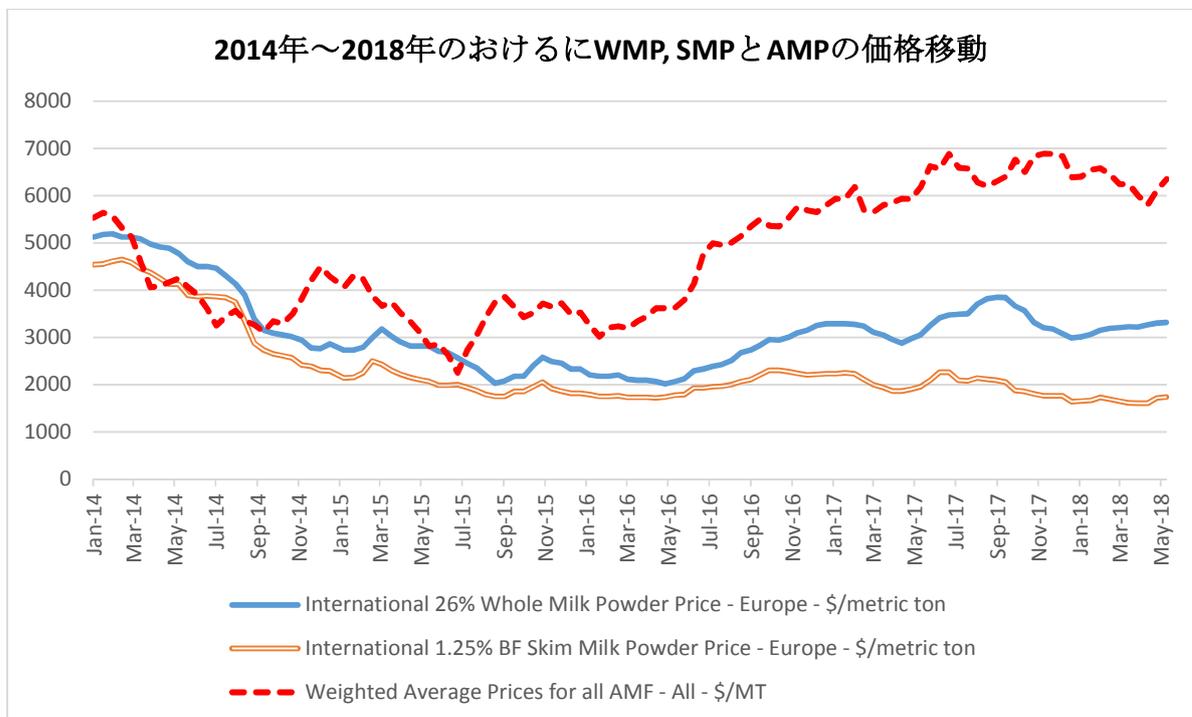
Nguồn: Vinamilk

原料輸入費用は VNM の利益率に影響する

2018 年の世界の全脂粉乳と脱脂粉乳の値上がり

2018 年第 1 四半期の世界の全脂粉乳 (WMP) と脱脂粉乳 (SMP) の価格はそれぞれ 3,231USD/MT (11.95 % YTD 増)、1,999USD/MT (+17.65%YTD 増) となった。Global Dairy Price より。ロイターによると、世界需要が上昇している、また、生産量が最も高いニュージーランドで厳しい冬のために生産状態が悪化しているから、ミルクの生産量が急減した。

2014年～2018年におけるWMP, SMPとAMPの価格移動



ソース: GDT, University of Wisconsin.

世界特にはニュージーランドでの原材料の値上がりは VNM の原材料費に影響した。理由は VNM の原料が主にニュージーランド、オーストリア、アメリカ、ヨーロッパから輸入されている、うちに全脂粉乳(WMP)が50%を占めている。2018年第1四半期の財務諸表によると、原材料費が前年同期比19%増の5兆5,674億 VND となって、売上総利益率が前年同期比3%減の45.2%となった。一方、VNM はタンホア、テイニン、ダラットの酪農場からの新鮮な牛乳とベトナム製糖株式会社から精製糖の価格を管理できる。(2017年10月にVNMが株主資本の65%を持っている)。

グローバルデイリー貿易によると、WMP 粉乳の先物取引契約の価格が3,285USD/MTに上がる(+13.83%YTD)、SMP 粉乳の価格が1,927USD/MTに下がる(+13.42%YTD)。それは粉乳の価格を上げて2018年末にVNMの売上総利益を47.2%に下がる(前年比0.2%減)。

企業財務

財務分析

単位:10億ドン	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	30,949	35,072	40,080	46,794	51,041
売上総利益	11,183	11,392	16,262	22,336	24,234
財務収入	507	574	649	723	816
財務費用	(91)	(82)	(163)	(102)	(87)
借入利息	(0)	(40)	(31)	(46)	(29)
販売費用	(3,276)	(3,684)	(6,258)	(10,759)	(11,537)
	(611)	(795)	(1,233)	(1,053)	(1,268)
管理費用					
営業利益/損失	7,712	7,464	9,271	11,160	12,226
他の収入	255	150	96	77	3
税引前利益	8,010	7,613	9,367	11,238	12,229
税引後利益	6,534	6,068	7,770	9,364	10,278
少数株主持分	(0)	(1)	(4)	14	(17)
	6,534	6,069	7,773	9,350	10,296
親会社株主利益					
EPS	7,835	6,065	5,834	6,442	7,093

短期資産	13,019	15,458	16,732	18,674	20,307
現金及び現金相当	2,746	1,528	1,359	655	963
短期未収金	2,728	2,777	2,685	2,867	4,592
在庫	3,217	3,555	3,810	4,522	4,021
	160	129	209	176	170
他の短期資産					
長期資産	9,856	10,312	10,746	10,705	14,360
長期未収金	1	22	21	22	54
固定資産	8,918	8,086	8,214	8,321	10,609
有形固定資産	7,849	7,548	7,795	7,916	10,291
賃貸固定資産	-	-	-	-	-
無形固定資産	531	538	419	405	319
	-	890	844	993	1,929
進行中である長期資産					
	295	495	585	618	1,117
他の長期資産					
総資産	22,875	25,770	27,478	29,379	34,667
買掛金	5,307	5,970	6,554	6,973	10,794
短期負債	4,956	5,453	6,004	6,457	10,196
短期借入	179	1,280	1,475	1,333	268
長期負債	351	517	550	515	599
	184	346	368	327	275
長期借入					
株主資本	17,545	19,680	20,924	22,406	23,873
出資資本	8,340	10,006	12,007	14,515	14,515
未処分利益	6,150	7,158	5,392	5,592	5,737
総資本	22,875	25,770	27,478	29,379	34,667

売上高の成長率(%)		13%	14%	17%	9%
売上総利益率	36.1%	32.5%	40.6%	47.7%	47.5%

2017年売上高の成長率は8.9%上昇した、2016年の成長率の17%より低かった。理由は原料価格の急増だ、VNMの原料の70%が輸入粉乳なので、原材料費が良く変動する(2017年3月のWMP粉乳の価格が前年同期比40.9%増となった)。

2017年の販売費は前年比7%増となり、売上高の23%を占めた。2017年には、プロモーション、展示、サポート活動に7兆6,730億VND(前年比10%増); 広告、デジタルマーケティングに1兆9,910億VND(前年比4%YoY減)を支出した。

2017年末に、現金及び短期金融投資が短期資産の56.7%を占める11兆5,240億VNDであり、殆どは定期預金だった。この豊かな資産はVNMの将来案件をサポートする。

VNMは4,000頭のタンホア酪農場と8,000頭テイニン酪農場に投資した、平均生産量が一日間に280t。利益が前年比169%増となり、自動化テクニックのおかげで新鮮な牛乳の原材料費が前年比9%減となった。

2017年、550頭のダラット有機酪農場に正式に投資したVNMは引き続きオーストラリアから牛を輸入して予算に5兆VNDを補充する。2021年まで、酪農場は外国と国内市場の需要を叶える。

2018年の株主総会は2018年第3四半期末で新株の発行を承認した。割当率は5対1。新株発行の後、資本金は2兆9030億ドンを増加し、17兆4,170億ドンに引上げる。新株発行のため資本は資本剰余金、投資開発積立金、未処分利益から順番に抽出する

2018年6月6日

VNM (ビナミルク)

BSC

借入費用/売上高	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
販売費用/売上高	10.6%	10.5%	15.6%	23.0%	22.6%
管理費用/売上高	2.0%	2.3%	3.1%	2.3%	2.5%
純利益率	21.1%	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%

いくつかの基本的な財務指標

	2013	2014	2015	2016	2017
1. 支払能力					
流動比率	2.63	2.83	2.79	2.89	1.99
当座比率	1.95	2.16	2.12	2.16	1.58
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.57	0.60	0.61	0.64	0.59
長期資産/総資産	0.43	0.40	0.39	0.36	0.41
負債比率/総資産	0.23	0.23	0.24	0.24	0.31
負債比率/株主資本	0.30	0.30	0.31	0.31	0.45
短期負債/総資産	0.22	0.21	0.22	0.22	0.29
長期負債/総資産	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	5.9	7	6	6	6
売掛金回転率	19.6	18	19	21	18
買掛金回転率	9.3	12	12	11	8
在庫日	61.8	52	56	62	58
売掛日	18.7	20	19	17	21
買掛日	39.4	29	31	34	45
現金回転率	41.0	43	44	45	34
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	21.1%	17.3%	19.4%	20.0%	20.1%
税引後利益/株主資本(%)	37.2%	30.8%	37.1%	41.8%	43.1%
税引後利益/総資産	28.6%	23.5%	28.3%	31.9%	29.6%
資産運用による収益/売上高	24.9%	21.3%	23.1%	23.8%	24.0%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	1.30	1.31	1.31	1.31	1.45
収入/総資産	1.35	1.36	1.46	1.59	1.47
EBIT/収入	0.26	0.22	0.23	0.24	0.24
EBT/EBIT	1.00	0.99	1.00	1.00	1.00
利鞘/税引前利益	0.82	0.80	0.83	0.83	0.84
6. 評価					
PE	24.7	31.9	33.2	30.0	27.3
PB	9.2	9.8	11.2	12.7	12.0

財産力が目覚しい、2013年～2017年度の平均流動比率が 2.63 となったが、2017年には 24%減の 1.99 だった。

負債比率/総資産と負債比率/株主資本はそれぞれ 29%、45%増となった。

VNM の税引後利益率が 20%であり、安定している。財務費用が前年比 15%減となった、うちに借入れコストが 290 億 VND に下がった(-37%YoY) が、輸出入の為替差損の補償が 534 億 VND(+13%YoY)となった。

2018年6月6日

VNM (ビナミルク)

BSC

EPS	7,835	6,065	5,834	6,442	7,093
BVPS	21,039	19,668	17,234	15,273	16,105

7. 成長率(前年同期比)

総資産	13%	7%	7%	18%
負債	12%	10%	6%	55%
売上高	13%	14%	17%	9%
売上総利益率	2%	43%	37%	8%
税引後利益	-7%	28%	21%	10%
EPS	-23%	-4%	10%	10%

投資リスク

国内での乳製品業の競争上のリスク

乳製品業では、TH Food Chain、Nutifood、Masan など国内企業と厳しく競争している。他方、About や FrieslandCampina Nestle など外国企業は自由貿易協定のおかげで 2018 年から牛製品の輸入税率が 0%となった。従って、競争圧力がもっと大きくなっている。

TPP 協定	2017	2018	2019	2020
AANZFTA (Asian-Australia-New Zealand FTA)	5%	0%	0%	0%
EVFTA (European-Vietnam FTA)	15%			

Nguồn: TVS

海外市場へ輸出リスク

2017年に、輸出量の30~40%を占めて中央アジアの大事な輸出市場であるイラクの政治不安の懸念のため、VNMは輸出量を減少した。VNMはインドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポールなど東南アジアの市場で機会を探している。

原料価格変動リスク

VNMの原料の70%がニュージーランド、米国、オーストラリアから輸入されているから、世界の粉乳の価格が変動すると、利益率が影響される。原料の価格の変動するリスクを避ける為、VNMは3ヶ月、6ヶ月、9ヶ月、1年間の先物取引契約を利用している。

為替レートリスク

2018年6月6日

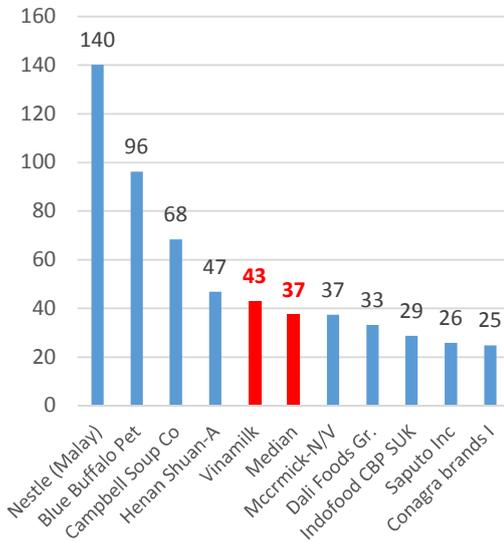
VNM (ビナミルク)

BSC

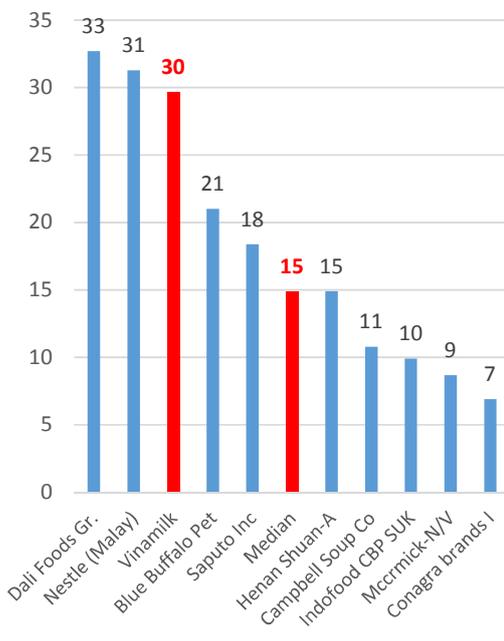
中央銀行の貸付金残高が低くて政府に依存しているから、VND の実質賃金がむしろ減少していると見られている。そのため、VNM にとって輸入する原料の価格が高くなっている、為替差損の補償もある。しかし、輸出から獲得する金額は為替レートのネガティブな変動の損失を補償した。

評価及び推奨

Peer Group: ROE TTM (%)



Peer Group: ROA TTM (%)



VNM 株の価格確定

BSC は、PE 算定方法で、VNM の目標株価が22万 4,285VND (2018年6月5日の時価より8.7%上回り)と算定し、DCF 算定方法では目標価格が16万 667VNDとなる。12ヶ月の平均の目標価格の19万 2,476VNDとなる。この株式に対して「ドールド」保持を推奨しております。

P/E 算定方法

2018年6月5日の終値は17万 7,000VNDとなり、2018年のP/Eが21.2xとなり、2018年のEPSが7,709VNDとなる予測。Damodaranによると、2018年のP/Eは開発途上国の食品加工業のP/Eの23.8xより8.8%低くて、peer group P/Eより25.2%低い予測。BSCは2018年の目標価格が22万 4,285VNDであると予測している。

社名	銘柄	PE FW 2018
Nestle (Malay)	NESZ MK	68.0
Blue Buffalo Pet	BUFF US	43.0
Dali Foods Gr.	3799 HK	35.9
Indofood CBP SUK	ICBP IJ	25.2
Mccrnick-N/V	MKC US	23.1
Saputo Inc	SAP CN	20.4
Conagra brands I	CAG US	17.2
Campbell Soup Co	CPB US	14.3
Henan Shuan-A	000895 CH	13.8
Mean		29.0

ソース: Bloomberg

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EPS	7,127	7,832	8,526	9,386	10,362
Normalize EPS	7,735	8,936	10,433	12,294	14,570
Peer Group P/E	29.0x	29.0x	29.0x	29.0x	29.0x
目標価格	224,285	259,129	302,518	356,493	422,480

Chi phí vốn bình quân WACC	
Total ERP	6.79%
Rf	2.98%
Levered Beta	1.20
Ke	8.96%
Kd	4.56%
E/A	99.80%
D/A	0.20%
Tax rate	20%
WACC	8.95%
g	3.5%

DCF 算定方法

Beta の算定

ベータは VNM 株の価格と 60 ヶ月の VN インデックスの間に回帰方法で確定する。

Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + ((1 - Tax Rate) * (Debt/Equity))) = 0.8815

Levered Beta = Unlevered Beta * (1 + ((1 - Tax Rate) * (Debt/Equity))) = 1.1988

ベトナム Total Equity Risk Premium の算定

1. Equity Risk Premium (RM-Rf) of US = 5.08%
2. Multiplier = 1.12 (S&P Emerging BMI/BAML Emerging Mkt Public Bond Spread)
3. Sovereign spread = CDS spread 10 year VN bond - CDS spread 10 year US bond = 1.52%

=> CRP Country Risk Premium = Sovereign spread x Multiplier = 1.71%

=> Total Equity risk premium = CRP + Equity Risk Premium (RM-Rf) of US = 6.79%

Ke と Kd の算定

Ke = Rf + Beta * Total Equity Risk Premium = 8.95%

Kd = 4.56% (Chúng tôi tính trung bình chi phí lãi vay trong năm 2017).

DCF 法は 2 段階を含む

1. 第 1 期 (2018 年 ~ 2022 年): 市場シェアの拡大の為、VNM はマーケティング通しでブランド認知度を向上して、チェーンストアと流通システムを拡大して、国内と輸出の需要を満たす為に生産量を増加して。2022 年の目標は市場占有率が 62% に達す。
2. 第 2 期 (2022 年から): VNM の長期成長率は 3.5% である予測されております。

株価算定の結果:

2018年6月6日

VNM (ビナミルク)

BSC

	割合	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
DCF	50%	160,667	160,667	160,667	160,667	160,667
P/E multiple	50%	224,285	259,129	302,518	356,493	422,480
目標価格	100%	VND 192,476	VND 209,898	VND 231,592	VND 258,580	VND 291,574
Upside		8.7%				

DCF モデル	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	Terminal Value
売上(10 億ドン)	55,748	60,508	65,381	70,332	75,319	
EBITDA	13,454	14,376	15,280	16,284	17,755	
経営活動からの収入	12,154	13,013	13,735	14,418	15,414	
(-) Taxes	(2,063)	(2,226)	(2,375)	(2,525)	(2,736)	
(+)減価償却費	1,284	1,347	1,529	1,850	2,325	
(-) NWCinv	48	69	94	103	58	
(-) FCInv	(2,492)	(2,705)	(2,923)	(3,144)	(3,367)	
Unlevered FCFF	8,966	9,798	10,834	12,099	13,605	258,224
Month	0.6	1.6	2.6	3.6	4.6	
WACC	8.95%					
g	3%					
PV(FCFF)	8,747	8,935	9,068	9,294	9,592	174,420
合計(10 億ドン)	233,121					
流行株数(100 万株)	1,451					
合理的な価格/株	160,667					

感度分析

		WACC						
		7.45%	7.95%	8.45%	8.95%	9.45%	9.95%	10.45%
g	2.0%	167,608	181,028	197,461	218,050	244,601	280,142	330,169
	2.5%	154,253	165,235	178,434	194,596	214,846	240,960	275,916
	3.0%	142,980	152,108	162,910	175,892	191,789	211,708	237,394
	3.5%	133,340	141,027	150,006	160,667	173,402	189,040	208,634
	4.0%	125,003	131,551	139,114	147,947	158,400	170,963	186,347
	4.5%	117,723	123,355	129,797	137,238	145,928	156,212	168,572
	5.0%	111,312	116,198	116,198	116,198	116,198	116,198	116,198

付録

付録1：バランシシート

単位:10 億ドン	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
総資産	38,880	44,372	50,974	58,941	68,474
短期資産	23,272	27,537	33,131	40,389	49,664
現金及び現金同等物	3,099	6,515	11,205	17,482	25,691
短期投資	10,561	10,561	10,561	10,561	10,561
未収金	5,005	5,447	5,918	6,429	6,984
在庫	4,383	4,770	5,182	5,630	6,116
その他	222	241	262	285	310
長期資産	15,607	16,834	17,843	18,552	18,809
固定資産	9,962	10,385	10,867	11,296	11,510
長期未収金	3,521	4,340	4,883	5,179	5,239
その他	642	642	642	642	642
総資本	38,308	43,045	48,788	55,586	63,493
買掛金	12,018	13,335	14,714	16,150	17,638
短期借入	11,333	12,716	14,201	15,803	17,554
長期借入	599	599	599	599	599
株主資本	26,450	30,559	35,676	42,041	49,823

付録2:業績

単位:10 億ドン	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
売上高	55,748	60,669	65,908	71,600	77,784
販売原価	(29,326)	(32,032)	(34,928)	(37,947)	(41,228)
売上総利益	26,254	28,455	30,782	33,438	36,322
販売費用	(12,599)	(13,711)	(14,895)	(16,181)	(17,579)
管理費用	(1,393)	(1,516)	(1,647)	(1,790)	(1,944)
経営費用の合計	(13,992)	(15,228)	(16,543)	(17,971)	(19,523)
経営活動による利益	12,261	13,227	14,239	15,466	16,798
資産運用による収益	739	902	1,140	1,461	1,887
財務費用	(32)	(26)	(26)	(26)	(26)
他の収入	-	-	-	-	-
他の利益	-	-	-	-	-
他の費用	-	-	-	-	-
税引前利益	12,968	14,102	15,352	16,901	18,658
法人税	(2,080)	(2,262)	(2,462)	(2,710)	(2,992)
親社の税引後利益	10,887	11,840	12,889	14,190	15,665
少数株主持分	-	-	-	-	-
EPS	10,343	11,366	12,374	13,622	15,039

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。

ハノイ本社

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi – Hoan Kiem – Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

ホーチミン支店

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook:
www.facebook.com/BIDVSecurities

