

国際市場の拡大

推奨: ホールド

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)	
hien.mtm@bsc.com.vn	
目標価格	169,222
終値	163,000
Upside	3.82%

Trần Thanh Hưng (PTKT)	
anhnt@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)	2,124
時価総額(10億 ドン)	231,902
過去52週間の最高値 (VN)	213,600
過去10日の売買高 (株)	1,195
外国人投資家の保有率	59.79%

大口株主

SCIC	36.00%
F&N Dairy Investment	16.50%
Platinum Victory	10.03%

株価の推移 (1年間)



算定

BSCはDCFとPEの2つ算定方法で、VNM株の目標価格が169,222VND/株 (2018年8月22日の終値より+3.826%増) と算定し、VNMの投資評価をホールド(hold)で維持しております。

2018年業績の予測

BSCの予測によると、2018年には、VNMの売上高や税引後利益はそれぞれ、前年比9%増の55兆7,480億ドン、同6.2%増の10兆1,780億ドンに達する。2018年のEPSは7,012VND/株と相当した。PE予測やPB予測はそれぞれ、22.9、8.9 x だった。

事業傾向:

- 輸出額を増加するために国際市場を拡大
- 将来にM&A案件の展望

2019年~2020年の期間におけるSCIC (国家資本投資経営総会社) はVNM株の売出し

投資リスク: (1) (1) 国内ミルク業の飽和 (2) 出市場からの収入の減少 (3) 原材料の値上がり

2018年上半期の業績

2018年上半期には、売上や税引後利益はそれぞれ、前年同期比1.67%増の25兆8,230億ドン、年間計画の46.53%を達成し; 同8.39%減の5兆3,610億ドン、年間計画の49.86%を達成した。2018年第2四半期単位、売上や税引後利益はそれぞれ、前年同期比2.7%増の13兆7,025億ドン、同8.2%減の2兆6,778億ドンに達した。

投資観点:

(I)VNMはベトナム最大手乳製生産企業であり、牛乳シェアはトップとなっている。2018年上半期には、国内売上は前年同期比3.21%増の22兆2,076億ドンに達した。牛乳市場のシェア58.5%を握っており、中でもヨーグルトでシェアが60~70%、飲用乳で50~55%、粉ミルクで20~30%を保有しており、シェアトップを引き続き維持すると予想されている。

(II)国際市場への輸出強化。VNMはフィリピン、カンボジア、インドネシア、中国などの東南アジア諸国への輸出を強化して、東南アジア諸国への輸出売上高の成長率を前年比+15%とする計画だ。しかし、2018年上半期には、輸出売上高は前年同期比6.8%減の3兆6,154億ドンに達した。特に中東市場では、販売者であるドバイがイラクの経済的困難 (輸出売上高の約60%) により輸入量を積極的に削減している。

(III)

原材料の費用が減少したことで、売上総利益率が改善された。2018年末までにVNMの輸入原料用ミルクの価格が段々下落する傾向があることで、2018年末の売上総利益率が改善されると予測しております。

2018年上半期の業績には、売上尾および税引後利益のそれぞれは前年同期比1.67%増の25兆8,230億ドン、同8.39%減の5兆3,610億ドンに達した。2018年第2四半期単位には、売上及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比2.7%増の13兆7,025億ドン、同8.2%減の2兆6,778億ドンに達した。

BSCはVNMの投資評価をホールド(hold)と推奨しております。:

(I)VNMはベトナムでシェアトップを引き続き維持している。2018年上半期には、売上(売上の86%を占め)はぜんぜん同期比3.21%増の22兆2,076億ドン、。牛乳市場のシェア58.5%を握っており、コア事業の3つを以下の通りに含む。:

・飲用乳事業のシェアは50~55%であるが、牛乳業がより飽和していることにより市場シェアの伸びが減速している。

– 粉ミルク事業のシェアは20~30%であり、現在、Abbott、Friesland Campina、Nestléと激しく競争しています。;

– ヨーグルト事業のシェアは60~70%であり、主にTHヨーグルト、Dutch Ladyなどの他のブランドから市場シェアを獲得している。

売上長率の余地はベトナム人の消費需要を満たす新商品開発から来ている。(1)

(1)VNMはオーガニック食品基準を満たす有機牛乳である新商品を開発している。VNMはCan Tho市でのハイテク乳牛農場複合施設を展開しており、規模は2万2,000頭であり、そのうちオーガニック乳牛農場での2,000頭がある。投資総額は4兆VNDである。

(2)VNMは輸入A2乳牛から生産されたA2ミルク(A2Milk)の新商品を開発するためにニュージーランドからA2乳牛200頭を輸入しております。

また、メガ工場の第2期アップグレードが生産ラインの33つで完成して、日生産能力を240万リット(年間生産能力8億リット)に引き上げた。VNMは国内市場及び輸出市場の需要を満たすために第3期に生産ラインの8つを追加投資する計画。

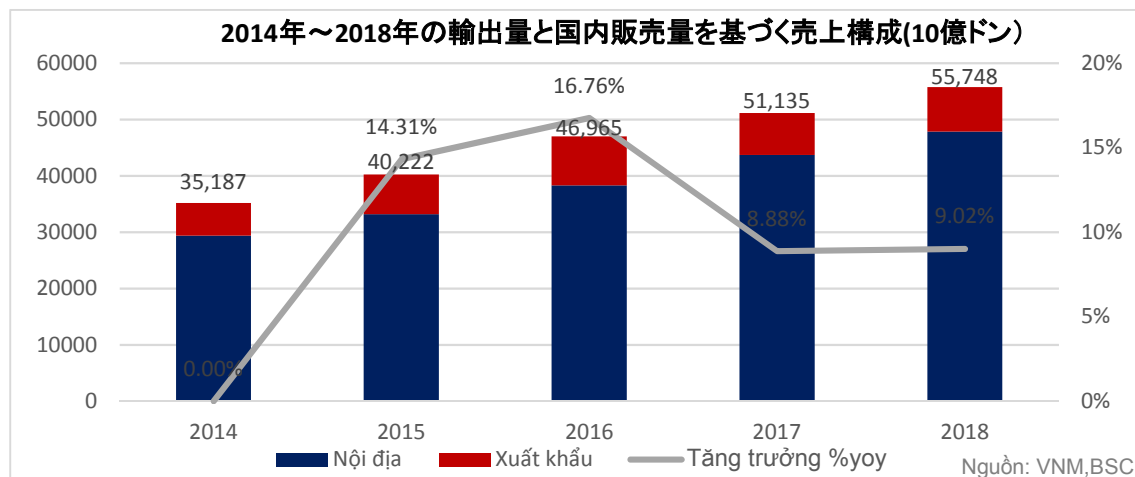
(II)輸出市場の拡大。2018年上半期には、売上は前年同期比6.8%減の3兆6,154億ドンに達した。現在、VNMは東南アジア諸国への輸出強化を集中している。東南アジア諸国への輸出売上高の成長率を前年比+15%とする計画だ。

・フィリピンとカンボジア: 東南アジア諸国における売上の成長率は最も良いである。

・ミャンマーとインドネシア: VNMは市場調査のために国内企業を買収しています。

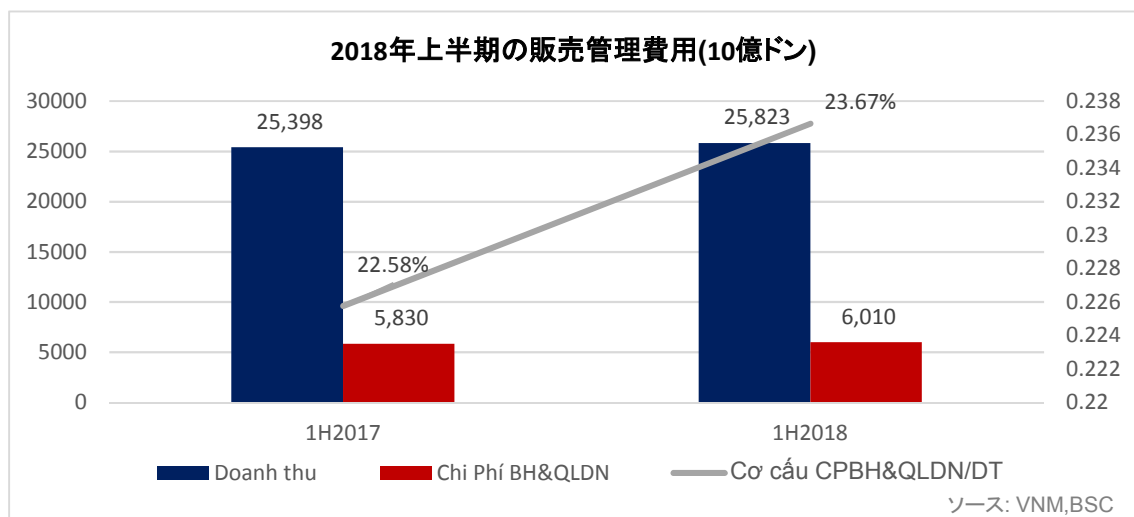
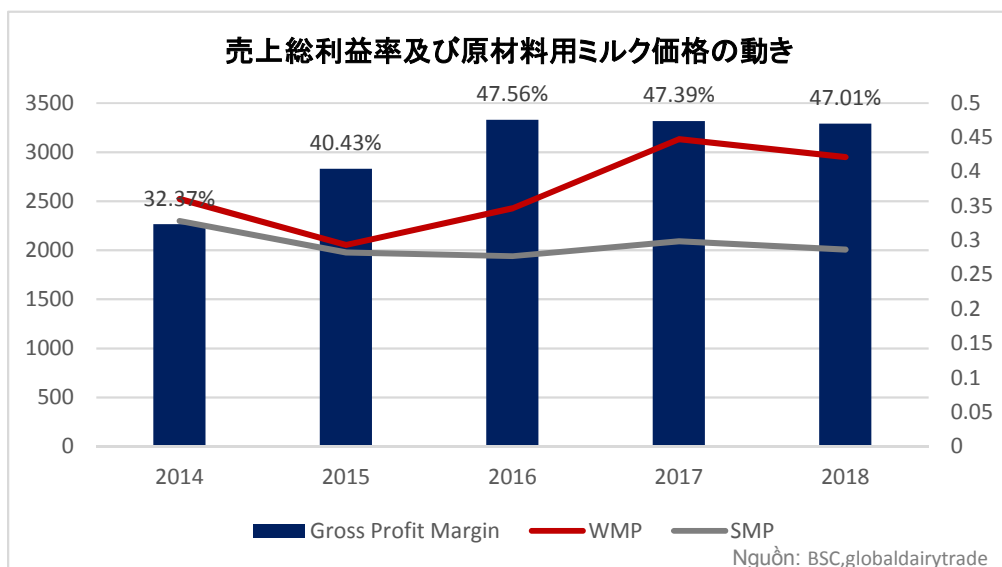
・中国: VNMは中国へのヨーグルト輸出を強化している。中国ASEAN自由貿易協定(ACFTA)が近々締結されることで、中国への輸出増加も見込めるだろう。

牛乳は利用期限が短い商品であると考えています。そのために、牛乳製品の輸入時間にかかるため、国内生産されるの新鮮な牛乳は輸入製品より有利です。輸入牛乳乳製品の販売価格は物流コストと税金により高い。



しかし、中東市場では、販売者であるドバイがイラクの経済的困難（輸出売上高の約60%）により輸入量を削減している。そのため、2018年上半期における輸出額の成長率は6.8%減となった。

(III)2018年下半期には、原材料費用は減少す可能性がある。全乳製粉ミルク費用が原材料費用の40～50%を占めている。ニュージーランドFonterraの先物取引契約書によると、全脂粉乳の価格は前四半期より8.45%減の2,952ドル／tとなり、脱脂粉乳の価格は同比2.15%減の2,007ドル／tとなった。また、精糖価格（原材料費用の7～10%を占め）は年初比28.3%減の10.76UScent/lbとなった。そのために、輸入原材料用牛乳費用は2018年末に減少する可能性があることで、売上総利益率が2018年上半期の46.35から47%に上昇するだろう。



VNMの成長見通しはMA案件に集中している。

VNMは2018年7月19日にラオスで酪農場を建設する計画だ。投資総額は3,870万ドルであり、資本金の515を占めている。

ラオスからNgheAnまでの400～500kmの距離はDaLat農場からNgheAnまでの1,300kmの距離より短いことで、VNMは輸送コストを節約し、この有機ミルクラインの品質を確保すると考えています。そのために、BSCは、VNMが企業の成長原動力を促進するためにMA取引を行うのに戦略的なパートナーを引き続き探していると考えております。

配当計画：VNMは2018年第1次臨時配当を実施する。

・現金配当：配当：2,000VND／株(額面比20%)。基準日：2018年9月6日。支払日：2018年9月26日

無償増資：割当比率：5対1、基準日：2018年9月6日。

SCIC(国家資本投資経営総公社)は2018年にVNMにおける保有株式の売出しを具体的な計画を発表しなかった。そのために、この計画は2019年に延長するだろう。

2018年業績計画

BSCの予測によると、2018年には、VNMの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年比9%増の55兆7,480億ドン、同6.2%増の10兆1,780億ドンに達す。2018年のEPSは7012VND／株と相当する。PE予測及びPB予測はそれぞれ22.9、8.9xだった。BSCはDCFとPEの2つ算定方法でVNMの投資評価を「ホールド(HOLD)」と維持しております。合理的な価格は169,204VND／株である。

(1)PE算定方法：目標価格は175,312VND／株であり、目標PEは25xと相当した。原因は(1)純利益率は20%となり、業界平均水準より高かった。(2)ROAは29.7%となり、業界平均水準の17.7%より高かった。

Company Name	Ticket	Market Cap	Beta	Multiplier			Profitability		
				PE TTM	PB TTM	EV/EBITDA	Profit Margin	ROE	ROA
Blue Buffalo Pet	BUFF US	177,764	1.37	43.0	27.3	25.3	15.2	86.9	25.3
Campbell Soup Co	CPB US	289,539	0.07	14.3	6.8	8.5	13.4	61.5	12.8
Mccmick-N/V	MKC US	310,691	0.32	23.1	4.4	19.8	16.0	33.6	7.0
Conagra brands I	CAG US	327,787	0.40	17.2	4.0	16.2	8.4	24.8	6.9
Henan Shuan-A	000895 CH	296,556	0.58	13.8	6.2	8.8	10.7	46.8	14.9
Dali Foods Gr.	3799 HK	256,929	0.00	35.9	12.6	21.9	9.7	33.3	32.7
Saputo Inc	SAP CN	281,582	0.85	20.4	6.1	17.4	5.7	25.9	18.4
Indofood CBP SUK	ICBP IJ	161,288	1.11	25.2	6.3	18.4	10.3	28.8	9.9
Nestle (Malay)	NESZ MK	213,404	0.46	68.0	99.7	54.1	6.9	140.2	31.3
Median		281,582	0.46	23.10	6.28	18.45	10.31	33.58	14.91
Mean		257,282	0.57	29.00	19.26	21.15	10.71	53.54	17.69
Vinamilk	VNM	289,820	0.52	24.94	16.45	21.90	20.20	43.13%	29.70%

(2) DCF算定方法: 目標価格は163,132VND／株である。

Mô hình DCF	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal Value
Doanh thu (tỷ)	55,748	60,666	65,898	71,576	77,740	
EBITDA	13,346	14,592	15,785	17,320	19,097	
Lợi nhuận từ HDKD	12,046	13,228	14,242	15,473	16,811	
(-) Taxes	(2,047)	(2,263)	(2,461)	(2,710)	(2,993)	
(+) Khấu hao	1,284	1,348	1,526	1,831	2,269	
(-) NWCInv	64	28	66	52	56	
(-) FCInv	(2,548)	(2,590)	(2,550)	(2,555)	(2,542)	
Unlevered FCFF	8,816	9,767	10,839	12,107	13,618	258,444
Month	0.4	1.4	2.4	3.4	4.4	
WACC	8.95%					
g	3.5%					
PV(FCFF)	8,676	9,063	9,230	9,463	9,769	177,629
Total PV (tỷ)	236,749					
Số lượng cp (tr cp)	1,451					
Giá hợp lý/cp	163,132					

Định giá	Tỷ trọng	FY 2018E	FY 2019E	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
DCF	50%	163,345	163,345	163,345	163,345	163,345
P/E	50%	175,312	195,853	213,051	234,600	259,078
Giá mục tiêu	100%	VND 169,329	VND 179,599	VND 188,198	VND 198,972	VND 211,211
Upside		3.88%				

VNM - ビナミルク

財務分析

2018年8月21日

BSC

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	13,348	13,293	12,350	12,121	13,702
売上総利益	6,541	6,270	5,604	5,487	6,469
財務収入	205	213	198	190	205
財務費用	(29)	(18)	(12)	(19)	(43)
借入利息	(4)	(7)	(5)	(9)	(17)
販売費用	(3,053)	(2,981)	(3,200)	(2,319)	(3,176)
管理費用	(240)	(265)	(528)	(240)	(276)
営業利益／損失	3,443	3,228	2,084	3,113	3,173
他の収入	1	(5)	1	64	(12)
税引前利益	3,444	3,223	2,086	3,176	3,161
税引後利益	2,917	2,697	1,729	2,683	2,678
少数株主持分	(5)	3	(15)	(18)	11
親会社株主利益	2,922	2,694	1,745	2,701	2,666
EPS					
短期資産	20,678	18,889	20,307	19,975	20,819
現金及び現金相当	591	668	963	563	1,343
短期未収金	4,303	4,629	4,592	5,176	5,149
在庫	4,182	3,675	4,021	4,373	4,886
他の短期資産	150	125	170	200	229
長期資産	11,277	12,706	14,360	15,354	15,365
長期未収金	20	19	54	96	114
固定資産	8,135	8,274	10,609	10,566	11,095
有形固定資産	7,735	7,967	10,291	10,250	10,780
賃貸固定資産	-	-	-	-	-
無形固定資産	400	306	319	316	315
進行中である長期資産	1,761	2,106	1,929	2,334	2,425
他の長期資産	605	735	1,117	1,098	1,065
総資産	31,955	31,596	34,667	35,329	36,184
買掛金	7,202	7,567	10,794	9,038	9,647
短期負債	6,712	7,089	10,196	8,442	8,863
短期借入	108	220	268	1,560	1,797
長期負債	490	478	599	596	785
長期借入	327	298	275	270	244
株主資本	24,753	24,029	23,873	26,291	26,536
出資資本	14,515	14,515	14,515	14,515	14,515
未処分利益	7,329	6,547	5,737	7,912	7,892
総資本	31,955	31,596	34,667	35,329	36,184
売上高の成長率(%)	7%	9%	5%	1%	2.7%
売上総利益率	49.0%	47.2%	45.4%	45.3%	47.2%
借入費用／売上高	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
販売費用／売上高	22.9%	22.4%	25.9%	19.1%	23.2%
管理費用／売上高	1.8%	2.0%	4.3%	2.0%	2.0%
純利益率	21.9%	20.3%	14.0%	22.1%	19.5%

2018年上半期には、売上原価は前年同期比6.4%増の13兆8,670億ドンとなったことで、売上総利益率は前年同期の46.3%から45.7%に減少した。売上原価の増加は投入原材料費用の増加から来た。

販売・管理費用は前年同期比3.1%増の6兆100億ドンに達した。そのうち、人件費用は前年同期比8.9%減の9,713億ドンとなり、広告費用は同13.6%減の9,360億ドンとなった。VNMは製品の紹介及び販売サポートに集中している、この活動の費用総額は前年同期比6.8%増の3兆7,500億ドンだった。

長期資産は建設中案件からの1兆ドンとなった。

売上の成長率は国内市場シェア及び中東輸出シェアの減少により減速した。

販売管理費用売上は前年同期の23%から23.3%に増加した。

いくつかの財務指標

1. 支払能力	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
流動比率	3.08	2.66	1.99	2.37	2.35
当座比率	2.44	2.13	1.58	1.82	1.77
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.65	0.60	0.59	0.57	0.58
長期資産/総資産	0.35	0.40	0.41	0.43	0.42
負債比率/総資産	0.23	0.24	0.31	0.26	0.27
負債比率/株主資本	0.29	0.31	0.45	0.34	0.36
短期負債/総資産	0.21	0.22	0.29	0.24	0.24
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	6.5	6.4	6.8	6.4	6.5
売掛金回転率	16.6	17.3	16.4	14.4	13.9
買掛金回転率	10.8	8.9	8.3	8.1	7.9
在庫日	55.8	56.7	54.1	57.4	56.5
売掛日	22.0	21.1	22.2	25.3	26.2
買掛日	33.7	41.2	44.2	45.3	46.1
現金回転率	44.1	36.6	32.1	37.4	36.7
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	21.9%	20.3%	14.0%	22.1%	19.5%
税引後利益/株主資本 (%)	42.9%	46.3%	44.4%	39.1%	38.2%
税引後利益/総資産	34.3%	34.0%	31.3%	29.8%	28.9%
資産運用による収益/売上	25.8%	24.3%	16.9%	25.7%	23.2%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	1.29	1.32	1.38	1.29	1.33
収入/総資産	1.66	1.66	1.55	1.52	1.52
EBIT/収入	0.25	0.25	0.24	0.23	0.23
EBT/EBIT	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
利鞘/税引前利益	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
6. 成長率(前年同期比)					
総資産	7.2%	14.2%	18.0%	13.7%	13.2%
負債	7.9%	15.8%	6.5%	5.1%	7.2%
売上高	7.2%	8.9%	4.6%	0.6%	2.7%
売上総利益率	21.7%	23.3%	2.3%	-5.7%	-1.1%
税引後利益	3.3%	5.8%	-5.4%	-8.6%	-8.2%

当座比率は、現金及び現金相当が5,350億ドンに増加したことにより2.36xの増となった。

健全な財務状況である。2018年上半期には、債務株主資本の比率は35%と低い水準だった。

2018年第2四半期の純利益率は売上原価及び管理販売費用のそれぞれが前年同期比6.3%増となり、3.1%増となったことにより、2017年第2四半期の21.9%から19.5%に減少した。

現在、VNMの12ヶ月PEは24.88xだった。現在の状況では、VNMの2018年末のPEは25~26xであろう。

2018年上半期の売上の成長率は減速した。BSCは、乳業が飽和していることで、VNMの売上成長率が2018年にベトナム乳業の成長率の5%-6%と相当すると考えております。

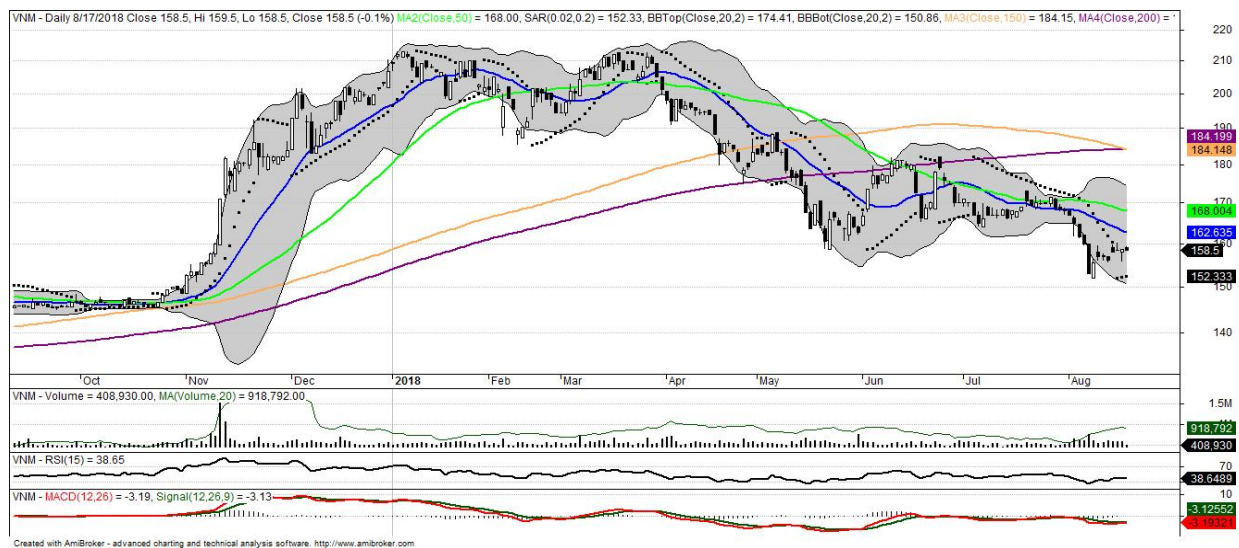
テクニクハイライト:

- 現在傾向：中期下落
- MACD指標：下落
- RSI指標：下落

評価：VNMは8月初からの170から152までに連続で下落した。現在の短期底値は160である。しかし、VNMは中期的に下落する傾向があることで、投資家より次の営業日に株価の動きを観察するべきだ。

推奨：VNMの動きを観察するべきだ。

テクニクチャート



ソース: Amibroker, 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 Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

