

推奨: 観察

Vương Chí Tâm (PTCB)

tamvc@bsc.com.vn

目標価格	29,252
終値	26,200
Upside	11.6%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格	29,000
損切り値	23,000

市場データ

発行済株式数 (100万株)	57.17
時価総額(10億 ドン)	1,492
過去52週間の最高値 (VN)	38,900
過去10日の売買高 (株)	15,797

大口株主

ベトナム化学グループ	65%
VIPH Ltd	4%
Asia Value Investment	2%
VIP Ltd	2%

株価の推移 (1年間)



企業概要

BFCは大手なNPK肥料生産企業である、多くの販売代理店を持っている。現在、カンボジアへの肥料輸出量は10万tだ。BFCはラオス及びカンボジアへ輸出市場を拡大する予定がある。

他のレポート

[\(link\)](#)

激しい競争

定価

BSCはFCFE、FCFF、PEの3つの算定方法で、BFC株の目標価格を29,252ドン/株 (2018年8月20日の終値より11.6%増) と算定し、BFC株に対して「観察」と推奨したい。現在、BFC株のP/Eは5.83xとなり、業界の平均P/Eの8xより低かった。BFCのP/Bは1.48xだった。

業績予測

BSCの予測によると、2018年に、BFCの売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比8.3%増の6兆8,310億ドン、同比13.75%減の3,010億ドンと見込みだ。2018年のEPSは3,715ドン/株と相当する。仮定は2018年に、販売価格が5%増となり、原料価格が8%~9%増となるということだ。

事業傾向

2018年に、ベトナム化学グループ (Vinachem) はBFCにおける保有株式を売出して、保有率を36%に引き下げる予定がある。

投資リスク

- 原料価格が変動する。
・競争が激化している。特に、DPMは化学NPK肥料工場及びその他の小型肥料工場が第3四半期に稼働する。

投資論点

2018年第2四半期の業績。2018年第2四半期に、BFCの売上高及び税引後利益はそれぞれ前四半期より2%減の2兆450億ドン、同比27.8%減の1,025億ドンとなった。

2018年上半期に、販売量が前期より5.4%減の35万tとなった。子会社の各工場の生産量が安定しているが、Long An工場の販売量は2万t減となった。原因は輸入品との競争と共に今年の施肥の時期が遅れたから。輸出量は45,000tとなった。中に、カンボジアへの肥料輸出量は40,000tだった。

販売価格は4%~5%増となった。しかし、販売価格の上昇率は原料価格の上昇率と等しくなかったから、2018年第2四半期に、BFCの売上総利益率が影響されて13.9%に下落した。尿素の価格が前年同期比5%増となり、DAPの価格が同比10%増となり、カリウムの価格が同比9%増となった。そのため、企業の利益が影響された。

Binh Dien Tay

Ninh工場の生産能力を2倍の13万t/年に引き上げた。2019年に、Binh Dien Ninh Binh工場の生産能力を2倍に引き上げる予定。肥料に対するVAT税 (付加価値税) について草案はBFCに影響を与えない。BFCは税務上の期待から約300億ドン/年のみを得ると予測した。

ベトナム化学グループ (Vinachem) はBFCにおける保有株式を売出して、保有率を36%に引き下げる予定がある。現在、保有株式を売出する時期はまだ決まっていない。

2018年上半期の業績。2018年上半期に、BFCの売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比3.78%増の3兆3,450億ドン、同比30.4%減の1,440億ドンとなった。売上高があまり変動しなかったが、税引後利益は原料価格の8%~10%値上げ及びLong An工場の販売量の減少により大幅に減少した。

2018年上半期に、販売量は前年同期比5.4%減の35万 t となった。子会社の各工場の生産量が安定しているが、Long An工場の販売量が2万 t 減となった。原因は輸入品との競争と共に今年の施肥の時期が遅れたから。輸出量は45,000 t となった。中に、主な市場であるカンボジアに40,000 t 肥料を輸出した。BSCの評価によると、BFCは激しい競争を直面している。特に、DPMは化学NPK肥料工場及びその他の小型肥料工場が第3四半期に稼働する。NPK肥料の需要は上昇しないと予測された。理由は（1）作付面積が安定している；（2）気候があまり変動しないから。

販売価格は4%~5%増となった。NPK肥料の平均販売価格が980万ドン/t となった。しかし、販売価格の上昇率は原料価格の上昇率と等しくなかったから、2018年第2四半期に、企業の売上総利益率が影響されて13.9%に下落した。尿素的の価格が前年同期比5%増となり、DAPの価格が同比10%増となり、カリウムの価格が同比9%増となった。そのため、企業の利益が影響された。

Binh Dien Tay

Ninh工場の年間生産能力を2倍増の13万 t に引き上げた。BFCは機械・設備を購入するために1,500億ドンを投じて、2018年年初から多くの機械を導入した。今年、すべての機械を導入する予定がある。これで、2018年から、平均減価償却費は210億ドン/年に上昇する。Binh Dien Ninh Binh工場の年間生産能力が2019年に、2倍の40万となると予測した。

肥料に対するVAT税（付加価値税）について草案はBFCに影響を与えない。肥料を税率5%の対象品目に入れる場合は、BFCが多くの利益を得られない、約300億ドン/年のみと見込みだ。

ベトナム化学グループ（Vinachem）はBFCにおける保有株式を売出して、保有率を36%に引き下げる予定がある。現在、保有株式を売出する時期はまだ決まっていない。

2018年の業績予測。BSCの予測によると、2018年に、BFCの売上高と税引後利益はそれぞれ前年比8.3%増の6兆8,310億ドン、同比13.75%減の3,010億ドンと見込みだ。2018年のEPSは3,715ドン/株と相当する。仮定は2018年に、販売価格が5%増となり、原料価格が8%~9%増となるということだ。BSCはBFCの売上総利益率が14.4%に下落と予測した。現在、BFCのP/E及びP/Bはそれぞれ5.83 x、1.48 x だった。

BFC -ビンディエン肥料株式会社
BFC -ビンディエン肥料株式会社
2018年8月21日

BSC

単位:10億ドン Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

売上高	2,051	1,556	1,527	1,342	2,004
売上総利益	329	227	273	173	279
財務収入	1	1	2	1	2
財務費用	(41)	(29)	(47)	(28)	(44)
借入利息	(26)	(27)	(30)	(28)	(30)
販売費用	(81)	(70)	(122)	(68)	(92)
管理費用	(33)	(38)	(34)	(26)	(33)
営業利益/損失	174	91	73	51	112
他の収入	-	(1)	11	-	13
税引前利益	173	90	84	52	125
税引後利益	142	72	71	42	103
少数株主持分	31	15	18	8	30
親会社株主利益	111	57	53	34	73
EPS					

短期資産	2,986	3,084	3,005	3,047	3,038
現金及び現金相当	390	317	345	137	281
短期未収金	867	893	503	804	954
在庫	1,691	1,847	2,099	2,029	1,730
他の短期資産	21	24	41	41	25
長期資産	830	831	836	830	835
長期未収金	5	5	5	7	6
固定資産	743	727	777	764	754
有形固定資産	430	417	430	428	465
賃貸固定資産	57	55	52	42	11
無形固定資産	256	256	295	294	279
進行中である長期資産	71	86	41	44	60
他の長期資産	3	4	5	6	6
総資産	3,817	3,915	3,842	3,877	3,873
買掛金	2,616	2,643	2,619	2,624	2,678
短期負債	2,431	2,459	2,458	2,459	2,455
短期借入	1,748	1,771	1,779	1,884	1,608
長期負債	186	183	161	165	224
長期借入	186	183	161	165	224
株主資本	1,200	1,272	1,222	1,254	1,195
出資資本	572	572	572	572	572
未処分利益	259	316	255	281	194
総資本	3,817	3,915	3,842	3,877	3,873

売上高の成長率(%)	1%	6%	5%	14%	-2%
売上総利益率	16.0%	14.6%	17.9%	12.9%	13.9%
借入費用/売上高	1.3%	1.7%	1.9%	2.1%	1.5%
販売費用/売上高	4.0%	4.5%	8.0%	5.1%	4.6%
管理費用/売上高	1.6%	2.5%	2.2%	2.0%	1.6%
純利益率	6.9%	4.6%	4.6%	3.1%	5.1%

2018年上半期に、販売価格が4%~5%増となったが、販売量が前年同期比5.4%減となった。そのため、売上高は前年同期比3.78%増となった。

売上総利益率は原料価格の値上がりにより、前年同期の15.5より13.5%減となった。尿素の価格が前年同期比5%増となり、DAPの価格が同比10%増となり、カリウムの価格が同比9%増となった。そのため、企業の利益が影響された。

少数株主持分は高くなった。子会社におけるBFCの保有率が51%のみであるから (The Thao Binh Dien有限会社のみにおける保有率が100%である

未収金額が前年同期比10%増となった。

価格が上げる前の材料をストックしたから、在庫が多かった。

BFCは当期の在庫を維持するために流動資本が必要だったから、短期負債は多かった。BFCがDien Tay Ninh工場の年間生産能力を引き上げるために借り入れたことで、長期負債は前年同期比20.4%増となった。

販売価格の上昇率は原料価格の上昇率と等しくなかったから、売上総利益率が減少した。販売費用が前年同期より上昇したから、BFCの利益率が下がった。

いくつかの基本的な財務指標

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

1. 支払能力

流動比率	1.23	1.25	1.22	1.24	1.24
当座比率	0.52	0.49	0.35	0.40	0.52

支払能力が安定している。流動性は豊富となっている。

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.78	0.79	0.78	0.79	0.78
長期資産/総資産	0.22	0.21	0.22	0.21	0.22
負債比率/総資産	0.69	0.67	0.68	0.68	0.69
負債比率/株主資本	2.18	2.08	2.14	2.09	2.24
短期負債/総資産	0.64	0.63	0.64	0.63	0.63
長期負債/総資産	0.05	0.05	0.04	0.04	0.06

資産構成：

短期資産及び長期資産はそれぞれ総資産の78%、22%を占めている。
 短期資産は主に未収金及び在庫だった。
 財務レバレッジが高まった。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	3.20	3.10	2.60	2.90	3.10
売掛金回転率	8.80	10.00	12.10	9.00	7.70
買掛金回転率	16.70	16.70	15.90	16.40	15.20
在庫日	113.6	118	141	124	119
売掛日	41.5	37	30	40	47
買掛日	21.8	22	23	22	24
現金回転率	133.3	133	149	142	142

棚卸資産回転率が低かった。これで、BFCは前四半期に低価格で原料を買えた。また、利益率に対する原料価格の値上がりの影響を抑えられた。しかし、在庫が多かったから、借入コストが上昇するだろう。

4. 利益性

税引後利益/売上高	6.9%	4.6%	4.6%	3.1%	5.1%
税引後利益/株主資本	34.3%	30.9%	29.8%	26.8%	24.0%
税引後利益/総資産	10.3%	10.2%	9.3%	8.5%	7.4%
資産運用による収益	8.5%	5.8%	4.8%	3.8%	5.6%

販売価格の上昇率は原料価格の上昇率と等しくなかったから、利益性が減少した。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	3.34	3.12	3.11	3.10	3.21
収入/総資産	1.64	1.69	1.68	1.68	1.65
EBIT/収入	0.09	0.09	0.08	0.08	0.07
EBT/EBIT	0.83	0.81	0.80	0.78	0.75
利鞘/税引前利益	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82

6. 評価

PE	6.9	5.9	5.3	5.8	6.8
PB	2.2	1.7	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	6	6	6	6	6
BVPS	17,143	18,138	17,049	17,524	16,828

評価指標：BFCの株価は業界企業より割安になっている。業界の平均P/Eが8xだった。

7. 成長率(前年同期比)

総資産	3%	7%	11%	6%	1%
負債	14%	10%	9%	6%	0%
売上高	1%	6%	5%	14%	-2%
売上総利益率	11%	-7%	13%	0%	-15%
税引後利益	11%	-13%	-26%	-36%	-28%

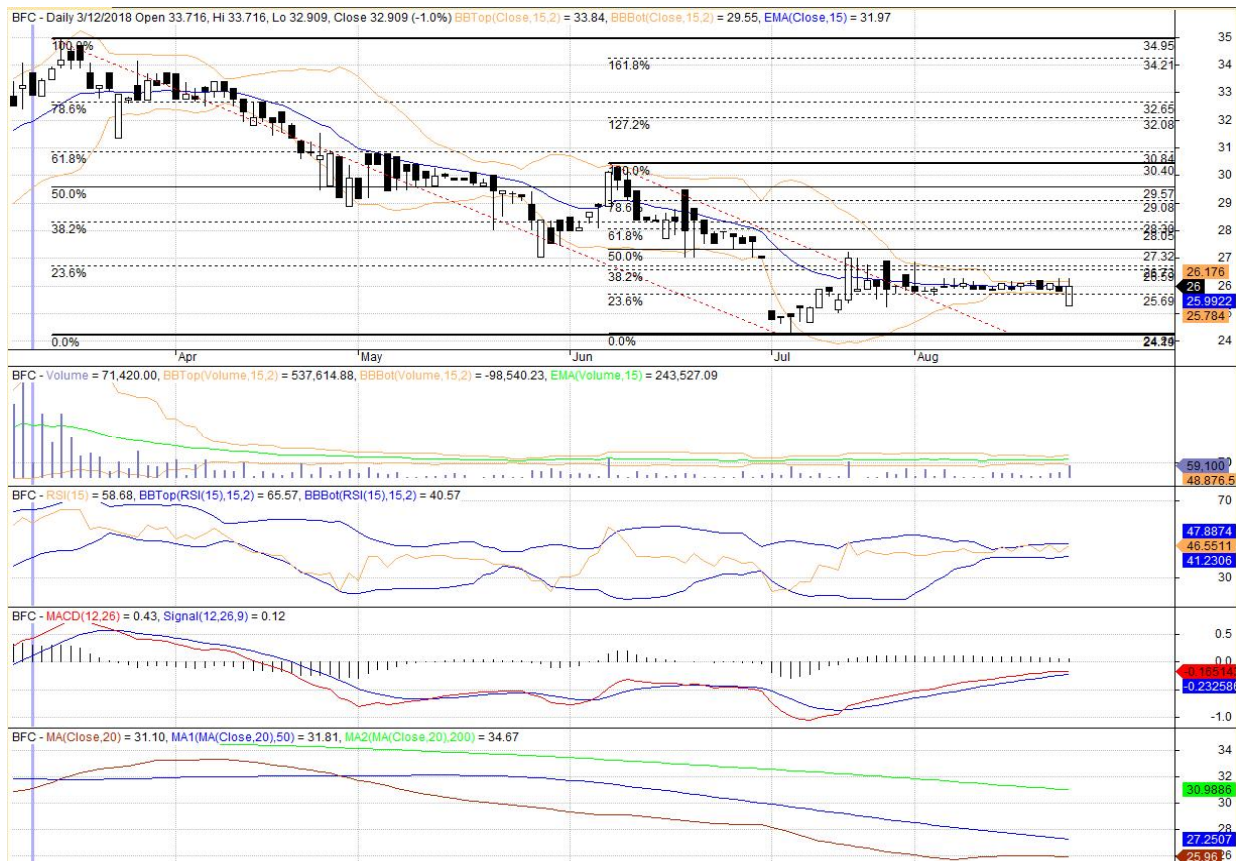
テクニクハイライト:

- ・ 現在傾向: 累積
- ・ MACD指標: MACD線が収束してシングル線を下回る傾向がある。交点はセンター線の下にある。
- ・ RSI指標: 買われ過ぎゾーンのピークに打つ。
- ・ MA線: MA200線はMA20線を下回る傾向がある。

評価: 急落の後で、BFC株はサポート線25.7の辺りに反発した。現在、BFC株は株価の24.5~27.3の辺りに累積している。売買高は突破している、累積傾向がまだない。MACD線が反転してシングル線を下回る傾向により、MACD指標はポジティブなシングルを示した。

推奨: BFC株は累積している、突破するシングルはまだ出ない。売買高が増加し続ければ、投資家は株価の26で株式を購入し、抵抗線29で利益確定売ることができる。売買高が減少すれば、投資家は株価の25で株式を購入し、抵抗線27で利益確定売ることができる。

Đồ thị kỹ thuật



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 Headquarters

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

Ho Chi Minh City Office

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

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

