

推奨 観察

Nguyễn Thị Cẩm Tú (PTCB)	
tuntc@bsc.com.vn	
目標価格	N/A
終値	79,000
Upside	N/A
Trần Thành Hưng (PTKT)	
hungtt@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)	92.00
時価総額(10億 ドン)	6,525
過去52週間の最高値 (VND)	
過去10日の売買高 (株)	129,181
外国人投資家の保有率	

大口株主

Trương Thị Lệ Khanh	42.87%
Quý thuộc Dragon Capital	6.89%
Mitsubishi Corp	6.50%
Red River Holding	4.92%
Quý đầu tư Việt Nam	4.92%

株価の推移 (1年間)



企業概要

1997年に、VHCはドンタップ県で樹立された。主要な商品であるチャー魚の切身フィレの売上高及び売上総利益はそれぞれ全体の76%、85%を占めている。VHCは2017年のチャー魚の輸出総額の15%を占めた。主な輸出市場は米国、中国、ヨーロッパである。

他のレポート [Link](#)

チャー魚からの成長潜在

算定

2018年9月6日の終値は82,000ドン/株であり、P/E trailing及びP/Bがそれぞれ12.5、2.57となった。

業績予測

BSCの評価によると、売上高及び税引後利益（連結）はそれぞれ前年比17.1%増の9兆5,670億ドン、40.1%増の8,440億ドンとなる。2018年のEPSは9,140ドン/株と見込まれた。

事業傾向

- (1) 米中貿易戦争の影響
- (2) 消費市場の拡大
- (3) 原材料用チャー魚の自給率の増加

投資リスク

- (1) 種魚価格の変動。種魚の価格は顕著に変動して、4月の高価格の7万ドン/キロから3万ドン/キロに下落した。現在、VHCは種魚の30%のみを自給している。
- (2) 原料チャー魚の変動。原料チャー魚の供給が不足になっていることで、価格が記録的なレベルに上昇した。次の2~3年に、VHCは外部からの供給に依存する。
- (3) 輸出市場からのリスク。米国では、Farm Bill法は最大の障壁である。フィールドテストは5月から進行されている、5番目のステップの結果が2018年9月に公表される。

業績のアップデート

2018年上半期、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比1%減の3兆9,400億ドン、同比77%増の4,260億ドンとなった。売上総利益率は前四半期の14.1%から17.9%に急増した。

販売価格は前年同期比30%増となった、主な輸出市場に受け入れられた。

VHCはTan

Hung養殖場の220ヘクタールの開拓により、2020年末に自給率が80%に達すと期待している。

VHCはVan Duc Tien

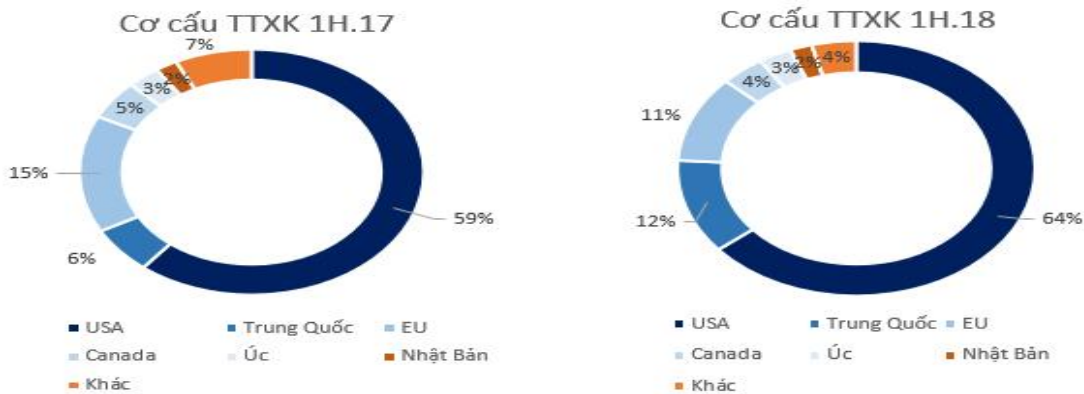
Giang社における保有株式を売り出した後、両社の活動は異なる市場開発戦略で別々になった。

2018年上半期の業績。上半期に、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比1%減の3兆9,400億ドン、同比77%増の4,260億ドンとなった。特に、売上総利益率が前四半期の14.1%から17.9%に上昇した。

売上総利益率が第2四半期に17.9%に達したのは投入コストの急減から来た。稚魚の価格は前四半期より50%減の25,000~26,000/キロとなり、原料魚の価格は前年比10%減の25,000~26,000ドン/キロとなった。他方、米国での販売価格は前四半期より14%増の4.4~4.6米ドル/キロとなった。しかし、BSCの評価によると、これが異常な上昇であり、2018年の売上総利益率が次の四半期に段々減少して、16%~17%の辺りに移動するだろう。

主な市場での輸出価格が顕著に上昇する。VHCは次の年に、輸出価格の年間成長率が7.5%増となる期待がある。

米国は引き続きVHCの最大輸出市場であり、総額の64%を占めている。2018年上半期に、米国への輸出額が前年同期比44%増の9,470万米ドルとなり、販売価格が前年同期比30%増の4~4.5米ドル/キロだった。



Dong企業は低税率を課されている対象である。BSCの評価によると、上級市場区分の商品と共に合理的な販売価格により、2018年に、VHCは米国市場の60%を占めるだろう。中に、2018年の輸出額および輸出量はそれぞれ2億1,348万米ドル、52,000 t となると見込まれた。

Doanh nghiệp xuất khẩu	POR 10	POR 10	POR 11	POR 11	POR 12	POR 13	POR 13
	sơ bộ	chính thức	sơ bộ	chính thức	chính thức	sơ bộ	chính thức
CTCP Vĩnh Hoàn	0	0	0	0	0	0	0
CT TNHH TS Biển Đông	n.a	0	0	0.19	0.19	0.19	0.19
CTCP Hùng Vương	0.58	0.97	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87
CTCP NXK TS Cần Thơ	n.a	n.a	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87
CTCP NXK TS Cửu Long An Giang	0.58	0.97	0.6	0.69	0.69	2.39	3.87
Mức thuế toàn quốc	2.39	2.39	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87

## 企業アップデート

### VHC - ビンホアン株式会社

2018年9月11日

# BSC

中国は二番目に大きな輸出市場であり、総額の12%を占めている。2018年上半期に、中国への輸出額が前年同期比110%増の1億7,700万米ドルとなり、販売価格が2~2.5米ドル/キロとなった。6月に、VHCIはAlibaba及びWin-Chainと20つの生鮮食品サプライヤーの覚書を締結した。Alibabaと合作することで、VHCIは顧客へ直接に商品を提供するように、B2B（企業間取引）からB2C（企業対一般消費者の取引）に変更している。他方、上海での代表事務所のオープンのために準備している。BSCは中国がVHCの長期的な成長のだと考えている。

米中貿易戦争はベトナムのチャ魚の機会である。中国では、米国に水産品に対する課税された後、5月31日に、中華人民共和国財政部は221つの水産品の減税について公表した。チャ魚の切身フィレの税率が10%から7%に引き下げ、チャ魚の税率が12%から7%に引き下げた。米国では、課税される中国からの輸入品 2,000 億ドルの中に、セラピアやナマズなど水産品が多い。特に、米国市場で中国のナマズ市場シェアが10%のみ占めているが、販売価格がベトナムの価格より2倍高かった。

2018年5ヶ月の米国への輸出額及び輸出货量

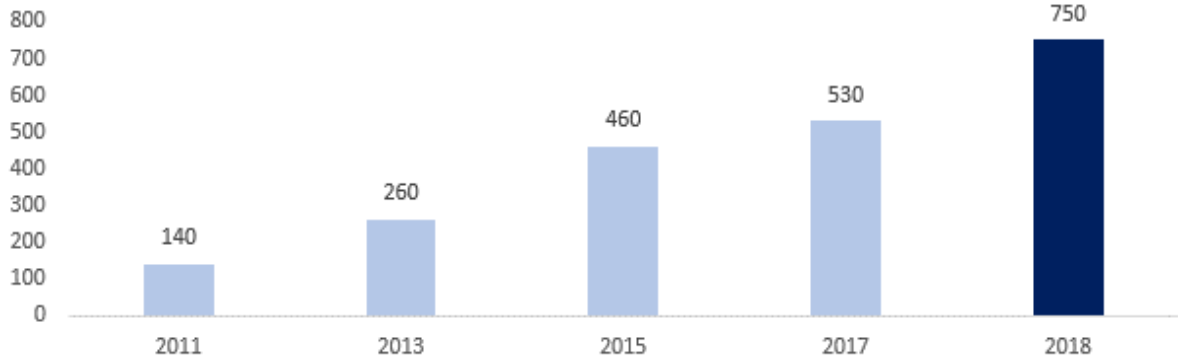
Nước XK	5T/2018		5T/2017		% thay đổi	
	Lượng(tấn)	Kim ngạch (USD)	Lượng(tấn)	Kim ngạch (USD)	Lượng	Kim ngạch
Việt Nam	34,363	133,972,032	40,664	120,665,884	-15.5	11.03
Trung Quốc	2,100	11,797,429	2,731	18,165,452	-23.09	-36.22
Guyana	17	73,715	5	33,906	257.63	117.41
Thái Lan	3	21,225	6	31,406	-39.49	-32.42
Tây Ban Nha		2,141				
Burma			16	122,839		
Brazil			5	21,067		
Tổng	36,484	145,866,542	43,426	139,373,554	-15.99	4.66

原料を自給する能力を高める。ラ平、lan

Hung養殖場の220ヘクタールを開拓していることで、VHCの養殖場の面積が42%増の750ヘクタールとなった。次の2~3年に、企業は養殖場を拡大する計画がない。養殖場の拡大はVan Duc Tien

Giangからの独立のための原料不足分を補充し、原料チャ魚の変動の影響を減らすだろう。BSCは2019年末に、VHCの自給率が70%に達すと期待している。

Diện tích vùng nuôi của VHC



ソース: BSC

Van Duc Tien

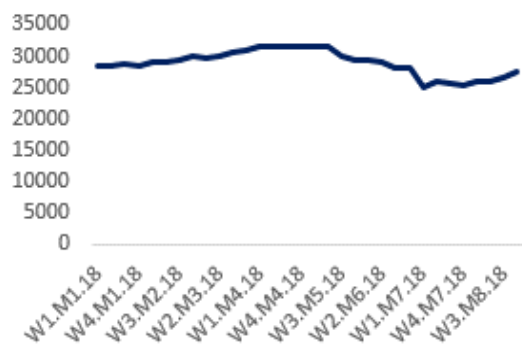
Giangの工場が焼き魚の生産方式を所有しているから、VHCの高付加価値商品が焼きチャ魚に集中しない。2018年上半期に、VHCは高付加価値商品の構成を変更した。中国の代わりに、米国にパン粉入り魚を輸出した。コラーゲン及びゼラチンの輸出額は前年同期比134%増の450万米ドルとなり、販売価格が同比20%増となった。

投入原料の変動。最近、チャ稚魚及び原料チャ魚は顕著に変動して、生産活動に影響した。原料チャ魚の価格は24,000~26,000ドン/キロであり、前年同期の27,000~28,000ドン/キロより僅かに下落した。チャ稚魚の価格は急変して、底値より2倍増の53,000~55,000ドン/キロとなった。BSCの評価による、原料価格が来年の1月に反発して、売上総利益率が2018年第2四半期のように急増しないだろう。

Giá cá giống 1H.2018



Giá cá nguyên liệu 1H.2018



Tien GiangとVHCの活動が別々になった。現在、Van Duc Tien

Giangはマレーシアやシンガポールなど東南アジア国に集中している。そのうち、VHCは米国、ヨーロッパ、中国に集中している。

企業アップデート  
VHC - ビンホアン株式会社  
2018年9月11日

BSC

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
売上高	2,353	2,021	2,160	1,804	2,136
売上総利益	298	290	354	254	452
財務収入	7	22	13	23	35
財務費用	(23)	(21)	(21)	(15)	(26)
借入利息	(19)	(20)	(18)	(13)	(13)
販売費用	(75)	(59)	(76)	(54)	(53)
管理費用	(37)	(24)	(46)	(99)	(30)
営業利益/損失	170	207	224	116	402
他の収入	(1)	(1)	(5)	(3)	(3)
税引前利益	169	206	220	113	399
税引後利益	144	169	184	98	329
少数株主持分	(1)	-	1	(0)	(0)
親会社株主利益	145	169	183	98	329
EPS	1,566	1,829	1,977	1,060	3,557
<b>短期資産</b>	<b>3,279</b>	<b>2,826</b>	<b>2,999</b>	<b>3,209</b>	<b>3,471</b>
現金及び現金相当	66	77	45	50	36
短期未収金	1,473	916	1,328	1,314	1,449
在庫	1,277	1,181	1,198	796	854
他の短期資産	53	51	54	36	44
<b>長期資産</b>	<b>2,036</b>	<b>2,017</b>	<b>2,032</b>	<b>1,742</b>	<b>1,759</b>
長期未収金	1	1	1	2	2
固定資産	1,514	1,515	1,515	1,122	1,114
有形固定資産	1,383	1,384	1,384	997	989
賃貸固定資産	-	-	-	-	-
無形固定資産	131	130	131	125	125
進行中である長期資産	200	201	224	186	191
他の長期資産	303	299	290	114	109
<b>総資産</b>	<b>5,315</b>	<b>4,843</b>	<b>5,030</b>	<b>4,952</b>	<b>5,229</b>
<b>買掛金</b>	<b>2,682</b>	<b>2,043</b>	<b>2,109</b>	<b>2,095</b>	<b>2,055</b>
短期負債	2,175	1,554	1,683	1,741	1,983
短期借入	1,680	935	1,012	960	1,186
長期負債	507	489	426	355	73
長期借入	482	463	399	327	46
<b>株主資本</b>	<b>2,633</b>	<b>2,800</b>	<b>2,922</b>	<b>2,856</b>	<b>3,174</b>
出資資本	924	924	924	924	924
未処分利益	1,492	1,660	1,785	1,719	2,037
<b>総資本</b>	<b>5,315</b>	<b>4,843</b>	<b>5,030</b>	<b>4,952</b>	<b>5,229</b>
売上高の成長率(%)	11%	8%	23%	13%	-10%
売上総利益率	12.7%	14.3%	16.4%	14.1%	21.2%
借入費用/売上高	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
販売費用/売上高	3.2%	2.9%	3.5%	3.0%	2.5%
管理費用/売上高	1.6%	1.2%	2.1%	5.5%	1.4%
純利益率	6.2%	8.4%	8.5%	5.4%	15.4%

2018年第2四半期の売上高は10%減となった。これは副産物の売上高の減少（前年同期比54%減）から来た。しかし、2018年第2四半期の売上総利益率が記録的な高レベルである21%に達した。BSCの評価によると、販売価格の上昇と共に投入コストの急減は2018年第2四半期の売上総利益率に大影響した。現在、新しい養殖場はまだVHCの収益に寄与しなくて、新しい養殖場の製品が年末に出ると予測された。財務収入は顕著に上昇した。主に、預金利息（280億ドン）から来た。現在、VHCの預金が1兆ドンとなった。

VHCの短期投資額は預金の1兆870億ドンであり、うちに、Van Duc Tien Giangからの配当金が5,000億ドンである。今年、VHCはこの金額を利用する予定がない。Vinh Hoan USAの未収金は米国でのVHCの物流会社であるCoast Beaconに移られた。

在庫は前四半期より増加した。中に、完成品が前四半期より39%増の4,110億となった。VHCによると、産量は第3四半期の終わりまでの注文の需要を満たせる。Van Duc Tien Giangと合併していないから、在庫は前年同期より大幅に減少した。

短期借入は流動資本の需要を応じるために、引き続き増加している。

資金回収の後で、Van Duc Tien Giangとの負債を計上しないことで、長期負債が顕著に下落した。

2018年第2四半期に、投入コストが下落したが、販売価格が僅かに上昇したことで、売上総利益率と純利益率が大幅に上昇した。BSCの評価によると、2018年下半期の利益率がまだ高レベルである17%~18%に留まるだろう。

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	1.51	1.82	1.78	1.84	1.75
当座比率	0.90	1.03	1.04	1.37	1.30

短期借入が2,260億ドンを上昇したため、支払率が下落した。

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.62	0.58	0.60	0.65	0.66
長期資産/総資産	0.38	0.42	0.40	0.35	0.34
負債比率/総資産	0.50	0.42	0.42	0.42	0.39
負債比率/株主資本	1.02	0.73	0.72	0.73	0.65
短期負債/総資産	0.41	0.32	0.33	0.35	0.38
長期負債/総資産	0.10	0.10	0.08	0.07	0.01

資産構成：短期資産は総資産の大きな割合を占めている。特に、定期預金の1兆870億ドンは短期資産の31%を占めている。

Van Duc Tien Giangから独立したから、長期資産が大きく減少した。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	5.4	5.6	5.1	6.9	6.7
売掛金回転率	6.7	9.0	8.4	6.5	7.7
買掛金回転率	28.8	23.9	32.0	29.4	24.1
在庫日	67.7	65	71	53	55
売掛日	55	41	44	57	48
買掛日	13	15	11	12	15
現金回転率	110	90	103	97	87

受注ニーズが高まっていることで、棚卸資産回転率が高くなった。そのため、在庫日が段々下落している。

4. 利益性

税引後利益/売上高	6.1%	8.4%	8.5%	5.4%	15.4%
税引後利益/株主資本	19.2%	19.5%	22.3%	22.3%	26.8%
税引後利益/総資産	9.3%	10.9%	11.9%	11.6%	15.5%
資産運用による収益	7.2%	10.2%	10.4%	6.4%	18.8%

2018年第2四半期には、利益性が急増して、最高水準を記録した。BSCの評価による、今後、利益性が段々下落して、平均水準に戻るだろう。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	2.14	1.85	1.79	1.84	1.82
収入/総資産	1.51	1.66	1.64	1.62	1.61
EBIT/収入	0.08	0.09	0.10	0.09	0.12
EBT/EBIT	0.90	0.90	0.91	0.91	0.94
利鞘/税引前利益	0.81	0.81	0.83	0.84	0.83

6. 評価

PE	9.2	10.1	11.6	11.5	9.0
PB	1.7	1.8	2.4	2.4	2.2
EPS	1,566	1,829	1,977	1,060	3,557
BVPS	28,444	30,265	31,620	30,910	34,349

2018年第2四半期のEPSは前年同期比127.13%増の3,557ドン/株となった。

7. 成長率(前年同期比)

総資産	-6%	-10%	9%	12%	6%
負債	-7%	-14.4%	2.1%	-13.2%	-23.4%
売上高	11%	7.9%	23.2%	13.0%	-9.5%
売上総利益率	-19%	14.0%	70.0%	10.0%	51.0%
税引後利益	-36%	28.0%	68.0%	1.5%	128.0%
EPS	-35.5%	28.1%	161.6%	0.7%	127.1%

## 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>

