

企業アップデート

VNM - ビナミルク

2018年11月19日

BSC

経営成長率が減速している

推奨: 観察

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

目標価格	124,236
終値	115,000
Upside	8.0%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格	125,000
損切り値	112,500

市場データ

発行済株式数 (100万株)	1,741.42
時価総額 (10億ドン)	203,224
過去52週間の最高値 (VND)	175,700
過去10日の売買高 (株)	869.1
外国人投資家の保有率	58.8%

大口株主

SCIC	36.00%
F&N Dairy	17.31%
Platinum Victory	10.62%

株価の推移(1年間)



企業概要

VNMはベトナム大手な牛乳業企業であり、2017年の国内市場シェアの58%を占めて最多であり、製品様々な250種以上があり、40年以上の有名ブランドであり、全国での流通ネットワークがある。

算定

BSCはDCFとPEの2つ算定方法で、VNM株の目標価格を124,236 VND/株 (+6.2%増) と予想算定し、VNMの投資評価を「観察」で維持しております。2018年11月16日の終値は115,000 VND/株であり、P/EとP/Bはそれぞれ16.88 x、6.79 x だった。

2018年～2019年業績予測。

BSCは、2018年には、VNMの売上高を前年比5.16%増の53兆7,730億ドン、税引後利益を同0.4%増の10兆3,370億ドンと予想しております。2018年の1株当たり利益 (EPS) は5,639 VND/株と相当する。予測PEと予測PBはそれぞれ20.4、7.7 x である。原材料コスト及びマーケティング費用の上昇の影響のため、2018年末の売上総利益率は46.8%～47%に留まる。

2019年、BSCはVNMの成長率を4%～5%/年、売上高を前年比4.97%増の56兆4,440億ドン、税引後利益を同5.79%増の10兆9,360億ドンと予想しております。2019年予想EPSは前年比5.85%増の5,965 VND/株と相当する。予測PEと予測PBはそれぞれ19.3 x、6.9 x である。2018年末～2019年初、原材料コストの減少により、売上総利益率は47%～47.2%に留まる。

投資リスク。

- (1) FMCG (日用消費財) の成長率の減少。
- (2) 輸出売上の減少のリスク。
- (3) マーケティング・広告のコストの増加。

2018年9ヶ月の業績。

2018年9ヶ月に、売上高は前年同期比2.18%増の39兆6,130億ドンとなっており、年間計画の71.38%を達成した。税引後利益は同比7.34%減の7兆9,210億ドンとなっており、年権計画の73.67%を達成した。特に、2018年第3四半期の売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比3.27%増の13兆7,440億ドン、同5.06%減の2兆5,600億ドンだった。

企業アップデート。

今後、国内での牛製品事業は引き続き困難を抱えている。理由では、(1) ベトナムの牛製品の消費量が減少している；(2) 代替製品が多い；(3) 年初9ヶ月には、シェアを0.8%を引き上げた、年間計画が1%だった。

VNMの輸出市場は主に道南アジア及び中東だった。理由では、(1) 東南アジア10か国と中国を含む地域6か国のRCEP協定はVNMの輸出市場を拡大する。(2) 2018年9ヶ月、カンボジア市場からの売上高が121%増となり、利益が7倍増となった、そのため、VNMは引き続きカンボジア市場を拡大するだろう。

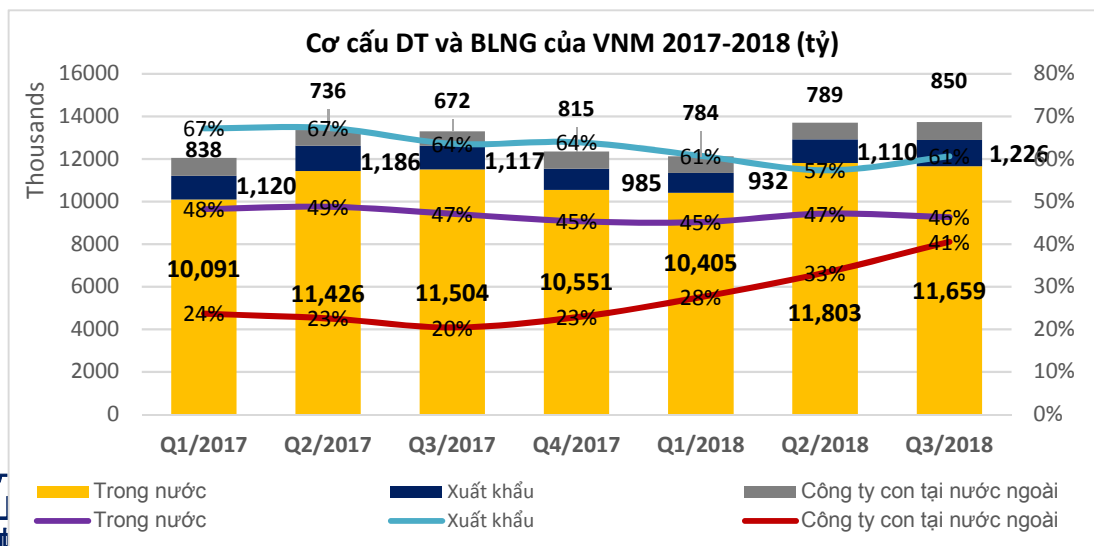
FMCGの特徴のため、マーケティング・広告コストが売上構造における大きな割合を占めた。そのため、2018年～2019年、VNMの利益率は47%～47.25%に維持される。他方、2018年下半期、輸入原材料コスト、特にニュージーランドの全脂粉乳の価格は顕著に下がった。

業績アップデート。

2018年9ヶ月、売上高は前年同期比2.18%増の39兆6,130億ドンとなって、年間計画の71.38%を達成した。税引後利益は同比7.34%減の7兆9,210億ドンとなって、年間計画の73.67%を達成した。特に、2018年第3四半期、売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比3.27%増の13兆7,440億ドン、同5.06%減の2兆5,600億ドンとなった。

2018年9ヶ月、国内売上高は前年同期比2.6%増の33兆8,670億ドンとなった。2018年第3四半期、国内売上高は前年同期比1.3%増の11兆6,590億ドンとなった。旧正月の売上高の増加のにより、第3四半期の成長率は第1四半期(3.11%増)と第2四半期(3.3%増)より減少した。VNMの国内での牛製品事業は引き続き困難を抱えている。理由では、(1)ベトナムの牛製品の消費量が下がっている傾向がある;(2)代替製品が多い。(3)

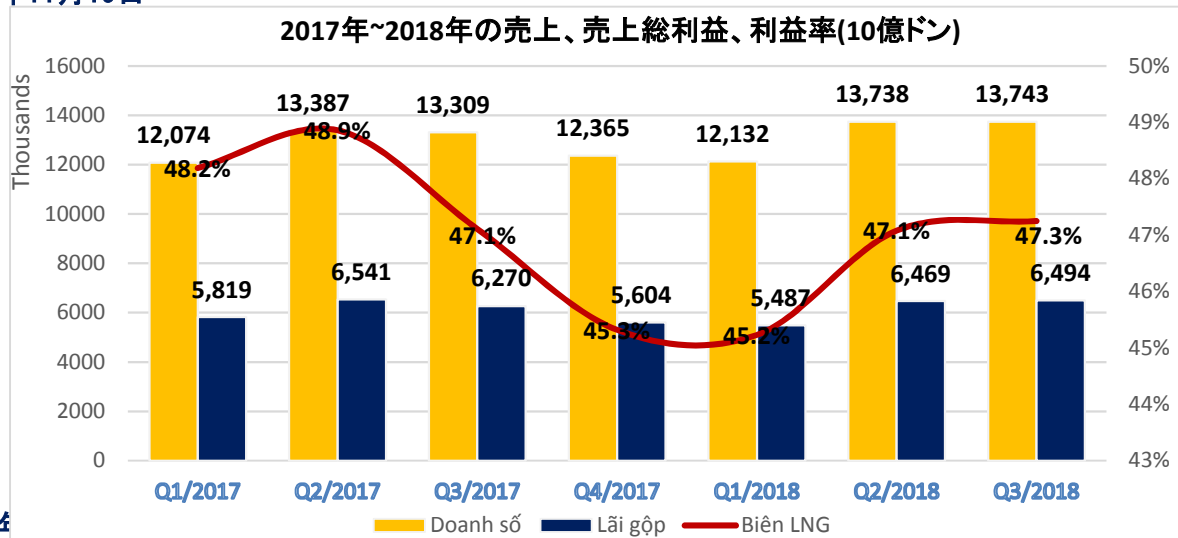
年初9ヶ月には、シェアを0.8%を引き上げた、年間計画が1%だった。BSCの評価によると、牛製品業の激しい競争のため、VNMが市場拡大計画を達成することは難しいだろう。



2018年9ヶ月の輸出売上(減)より大

(1) 東南アジア10か国と中国を含む地域6か国のRCEP協定はVNMの輸出市場を拡大するだろう。現在、諸国は、2018年末まで投資サービス・商品の市場開放について基本的に交渉している、2019年に交渉を終わらせる。これは、VNMが最大の市場である中国市場に商品を生産するための必要なステップである。

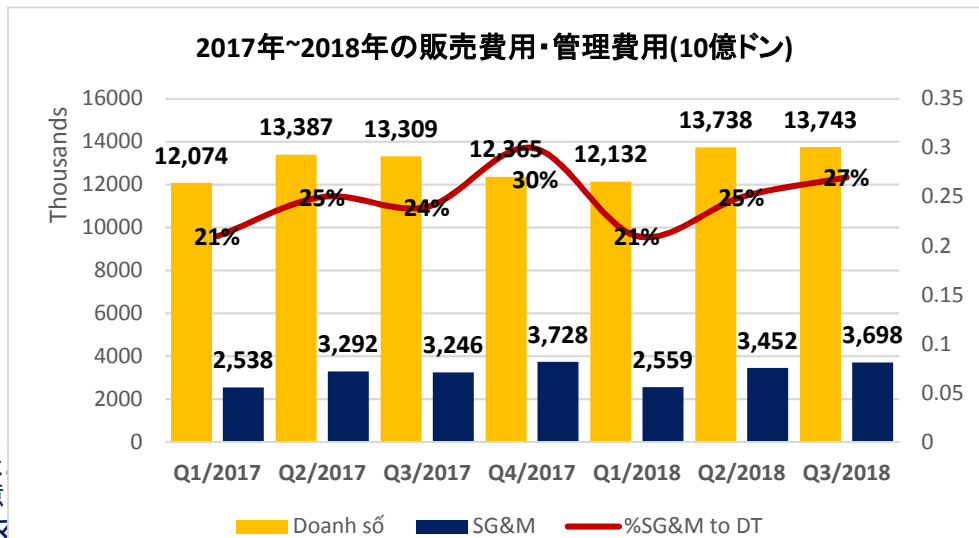
(2) 2018年9ヶ月、カンボジア市場からの売上高が121%増となり、利益が7倍増となった、そのため、VNMは引き続きカンボジア市場を拡大するだろう。ミャンマーで、2018年第4四半期又は2019年に、VNMは合併会社を設立する計画。ラオスで、VNMは2,500万米ドルの資金で、4,000ヘクタールの酪農場を購入した、乳牛と和牛を牧畜するために日本と協力している。そのため、VNMの牛牧畜戦略は供給を確保し、農家からの購入率と自給率がそれぞれ20%、80%であることを狙っている。他方、2018年9ヶ月の輸出売上高は、総輸出額の最も高い割合を占めている中東市場に影響されている。



2018年9月、
億ドンとなった増の6兆320億
第4四半期にマ
るので、VNMの、

、2017年に等しくなるように、2018年第4四半期の利益率は引き続き0.85%増の48.1%に達す必要がある。そうしない場合、VNMは年間計画の通りに10兆7,500億ドンの税引後利益を達しにくいだろう。FMCGの特徴により、ブランド認知度の向上と共に消費者啓発キャンペーンのためのマーケティング・広告のコストは売上高構造における大きな割合を占めている。そのため、2018年~2019年の期間におけるVNMの利益率は47%~47.25%に留まるだろう。

かし
Nguồn: BSC Research, VNM

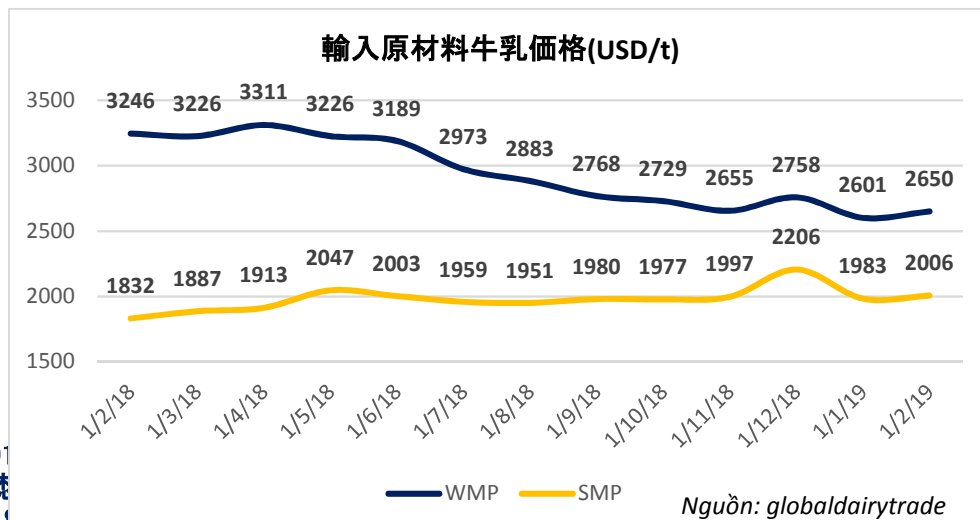


2018年9ヶ月、
億ドンとなった増の6兆320億
第4四半期にマ
るので、VNMの、

の1兆4,099
同期比8.9%
IMの2018年
る兆しがあ

Nguồn: BSC Research, VNM

輸入原材料コストが引き続き大きく増加して前年同期比10.22%増の17兆470億VNDとなったため、経営活動によりの利益が下がった。理由は2018年上半期の原材料の価格上昇から来た。しかし、2018年末、ニュージーランドの全脂粉乳の価格は顕著に下落している。具体的に、2018年11月6日に、ニュージーランドの全脂粉乳の価格は前四半期より16.75%減の2,655米ドル/トだった。そのため、2018年第4四半期また2019年第1四半期に、利益率は改善されるだろう。



BSCは2018年11月19日、VNMの2019年1-3月期の売上高を前年比4.97%増の56兆4,440億VNDと予想しております。2019年1-3月期の利益を前年比5.79%増の10兆9,360億VNDと予想しております。2019年1-3月期のEPSは前年比5.85%増の5,965VNDであり、予想P/Eは19.3xであり、予想P/Bは6.9xである。2018年末～2019年初、原材料コストの減少のおかげで、利益率が47%～47.2%である。BSCはDCFとPEの2つ算定方法で、VNMの理論価格を124,236VND/株(+5.7%増)と予想し、VNMの投資評価を「観察」で維持しております。

の10兆3,370億であり、7.7xでが46.8%～47.2%である。

従って、VNMが55兆5,000億ドンの売上高の年間計画と共に10兆7,520億ドンの税引後利益の年間計画を達成することは難しいだろう。2019年には、BSCはVNMの成長率を4%～5%／年であり、売上高を前年比4.97%増の56兆4,440億VND、税引後利益を同5.79%増の10兆9,360億VNDと予想しております。2019年予想EPSは前年比5.85%増の5,965VNDであり、予想P/Eは19.3xであり、予想P/Bは6.9xである。2018年末～2019年初、原材料コストの減少のおかげで、利益率が47%～47.2%である。BSCはDCFとPEの2つ算定方法で、VNMの理論価格を124,236VND/株(+5.7%増)と予想し、VNMの投資評価を「観察」で維持しております。

Phương Pháp	Định Giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	116,620	50%	58,310
P/E FW - 22.1 x	131,853	50%	65,926
Giá mục tiêu			124,236

VNM - ビナミルク

財務分析

2018年11月19日

BSC

財務諸表の指標概要

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	13,293	12,350	12,121	13,702	13,735
売上総利益	6,270	5,604	5,487	6,469	6,494
財務収入	213	198	190	205	186
財務費用	(18)	115,000	(19)	(43)	(30)
借入利息	(7)	(5)	(9)	(17)	(12)
販売費用	(2,981)	(3,200)	(2,319)	(3,176)	(3,411)
管理費用	(265)	(528)	(240)	(276)	(287)
営業利益／損失	3,228	2,084	3,113	3,173	2,954
他の収入	(5)	1	64	(12)	80
税引前利益	3,223	2,086	3,176	3,161	3,034
税引後利益	2,697	1,729	2,683	2,678	2,560
少数株主持分	3	(15)	(18)	11	0
親会社株主利益	2,694	1,745	2,701	2,666	2,560

EPS

短期資産	18,889	20,307	19,975	20,819	18,360
現金及び現金相当	10,460	11,525	10,225	10,554	8,403
短期未収金	4,629	4,592	5,176	5,149	5,461
在庫	3,675	4,021	4,373	4,886	4,320
他の短期資産	125	170	200	229	176
長期資産	12,706	14,360	15,354	15,365	15,666
長期未収金	19	54	96	114	116
固定資産	8,274	10,609	10,566	11,095	11,622
進行中である長期資	2,106	1,929	2,334	2,425	2,087
他の長期資産	735	1,117	1,098	1,065	1,075
総資産	31,596	34,667	35,329	36,184	34,026
買掛金	7,567	10,794	9,038	9,647	8,076
短期負債	7,089	10,196	8,442	8,863	7,381
短期借入	220	268	1,560	1,797	956
長期負債	478	599	596	785	695
長期借入	298	275	270	244	246
株主資本	24,029	23,873	26,291	26,536	25,950
出資資本	14,515	14,515	14,515	14,515	17,417
未処分利益	6,547	5,737	7,912	7,892	7,046
総資本	31,596	34,667	35,329	36,184	34,026

売上高の成長率(%)	9%	5%	1%	3%	3%
売上総利益率	47%	45%	45%	47%	47%
借入費用／売上高	0%	0%	0%	0%	0%
販売費用／売上高	22%	26%	19%	23%	25%
管理費用／売上高	2%	4%	2%	2%	2%

純利益率

	20%	14%	22%	20%	19%
--	-----	-----	-----	-----	-----

2018年9ヵ月、売上高は前四半期より0.04%増の13兆7,350億ドンとなって、ベトナムのミルク市場における58.8%のみを占めて、年間計画の59%より低かった。過去3年で、第4四半期は売上高が低い時期だった。そのため、VNMが年間計画を達成することは難しいだろう。

FMCGの特徴により、顧客を引き付けるように、広告・プロモーションキャンペーンに費やす必要がある。そのため、販売費用は売上高構造の23%を占めて、前四半期より7.4%増となった。

VNMは財務状況が健全であり、現金が豊かである。しかし、短期未収金は前四半期より僅かに6.05%増となった。現在、VNMは顧客の信用政策を再作成している。

VNMの短期・長期負債は3.5%のみを占めた。他方、VNMの現金配当は高水準で維持されて、資本金の50%だった。

要らないコストを削減していることと共に輸入材料の値下がりのおかげで、VNMの売上総利益率は四半期ごろに改善されている。

いくつかの基本的な財務指標

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
1. 支払能力					
流動比率		1.99	2.37	2.35	2.49
当座比率		1.15	1.82	1.77	1.88
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.60	0.59	0.57	0.58	0.54
長期資産/総資産	0.40	0.41	0.43	0.42	0.46
負債比率/総資産	0.24	0.31	0.26	0.27	0.24
負債比率/株主資本	0.31	0.45	0.34	0.36	0.31
短期負債/総資産	0.22	0.29	0.24	0.24	0.22
長期負債/総資産	0.015	0.017	0.017	0.022	0.020
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率		6.8	6.4	6.5	6.7
売掛金回転率		16.4	14.4	13.9	13.3
買掛金回転率		8.3	8.1	7.9	8.2
在庫日		54.1	57.4	56.5	54.6
売掛日		22.2	25.3	26.2	27.5
買掛日		44.2	45.3	46.1	44.4
現金回転率		32.08	37.39	36.66	37.73
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)		14.0%	22.1%	19.5%	18.6%
税引後利益/株主資本(%)		44.4%	39.1%	38.2%	38.6%
税引後利益/総資産		31.3%	29.8%	28.9%	28.1%
資産運用による収益/売上		16.9%	25.7%	23.2%	21.5%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本		1.38	1.29	1.33	1.31
収入/総資産		1.55	1.52	1.52	1.51
EBIT/収入		0.24	0.23	0.23	0.22
EBT/EBIT		1.00	1.00	1.00	1.00
利鞘/税引前利益		0.840	0.840	0.840	0.842
6. 評価					
PE		22.3	24.3	23.5	-
PB		10	9	9	-
EPS		7,093	6,933	6,757	
簿価		16105	17783	17944	0
7. 成長率(前年同期比)					
総資産		18.0%	13.7%	13.2%	7.7%
負債		6.5%	5.1%	7.2%	8.0%
売上高		4.6%	0.6%	2.7%	3.3%
売上総利益率		2.3%	-5.7%	-1.1%	3.6%
税引後利益		-5%	-9%	-8%	-5%

豊富な現金金額が2017年～2121年の期間における投資計画（1,000億ドン）に対す大きな資金源になるでしょう。

現在、VNMは顧客用信用政策を再作成している。そのため、VNMは安全な在庫日を再確定する。従って、売掛金回転率は増加している、2019年に段々に安定になるだろう。

VNMの利益性は2018年第1四半期の22.1%から2018年第3四半期の18.6%に大きく減少した。VNMは大きなコストを厳密に管理する必要がある。

2018年11月14日に、VNMのP/Eは18.25 x だった。現在、VNMの株価は25 x の以前P/Eより安かった。BSCは経営状況がまだ困難のため、2018年～2019年の期間における目的P/Eを21～23 x と予想しております。

EPS

VNM—短期累積。

技術ハイライト

- 現在傾向：短期累積。
- MACD 指標：MACD線の下に分岐する。
- RSI指標：中立ゾーンにあり、ボリンジャー線の上に接近する。
- MA線：MA 20 は MA 50 を下回り、MA200の下にある。

評価：VNM株はダブルボトムモデルを作成して、115の底値から回復している。しかし、2番底で上昇した営業日に売買高が低水準で留まったことで、上昇傾向が長く続かないだろう。他方、以前の急落により、RSI指標は上昇姿勢の弱さを示した。また、RSI指標により、VNMが中立ゾーンにあってボリンジャー線の上を戻っている、そのため、上昇姿勢の弱さを示した。MACD指標も下落傾向を示した、上昇するシグナルはまだ出ない。つまり、今後、VNM株は株価の115~120で短期的に累積するだろう。

推奨：中長期投資家は115の株値で購入し、125の株値で利益確定を売り、112.5の株値で損きりを売ることできる。125の株値を戻った時に、上昇営業日の売買高が増加する場合は、株値は135までに上昇する可能性がある。

テクニクチャート



Nguồn: 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 T
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

Bloomberg: BSCV <GO>

