

# 企業アップデート

## VHC\_ビンホアン株式会社

2018年12月19日

# BSC

### 魅了的な株価

#### 推奨

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

目標価格	108,552
終値	85,900
Upside	26%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglq@bsc.com.cn

目標価格	95,000
損切値	80,000

#### 市場データ

発行済株式数(100万株)	92
時価総額(10億ドン)	8,417
過去52週間の最高値(VND)	110,080
過去10日の売買高(株)	278,794
外国人投資家の保有率	36.9%

#### 大口株主(%)

Trương Thị Lê Khanh	42.8%
Mitsubishi Corporation	6.5%
Red River Holding	4.9%
Quý Đầu tư Việt Nam	4.9%
Norges Bank	2.6%

#### 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。

#### 算定

2018年12月19日の終値は85,900VND/株であり、PE予想は6.1と相当した。

BSCはVHCが2019年に多くの困難を直面すると考えております。原因は(1)2018年からの成長圧力、(2)2019年に輸出価格を引き上げる余地はあまりない、(3)販売価格は、供給の増加により下落する傾向があるということから由来した。しかし、VHCのPE予想は6.1xであり、業界の平均レベル(7.8x)より低かった。

#### 業績予想

前レポートに比べて、BSCは2018年にVHCの売上を予想より8%減の8兆8,820億ドン、税引後利益を予想より54.9%増の1兆3,080億ドンと予想修正しております。2018年のEPSは14,120VND/株と相当した。原因は(1)産量が3%増加ではなく、10%減となる、(2)平均販売価格は25%ではなく33%増となる、(3)売上総利益率が19%ではなく23.8%増となるという仮定を変更したためだ。BSCは、供給が不足している間、需要が高かったため、販売価格が2018年下半期に大幅に続伸したことを明らかにした。

2019年には、BSCはVHCの売上を前年比14%増の10兆2,170億ドン、税引後利益を同7%減の1兆2,180億ドン、EPSを同7%減の13,148VND/株と予想しております。

#### 事業傾向

- 米中貿易戦争の影響。
- 新しい農地のおかげで輸出量の増加

#### 投資リスク

- 米国市場への輸出価格の下落
- 低いPOR 14 税率は供給を増やす
- 種魚価格の変動

#### 業績の更新

2018年12月19日

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC

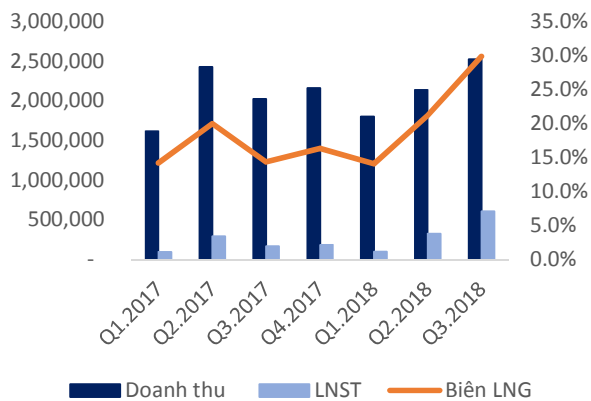
2018年第3四判期には、VHCは売上を前年同期比6.6%増の6兆4,650億ドン、税引後利益を同73.8%増の1兆360億ドンと計上した。

2018年9ヶ月の輸出市場には、米国は輸出市場シェアの66%を占めている。中国とEUはそれぞれ輸出市場シェアの12%、11%を占めている。

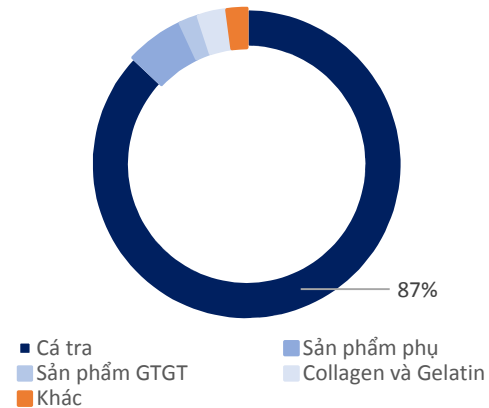
2018年11月末の時点でのVHCの輸出額は前年同期比27%増の3億4,800万ドルとなった。

2018年第3四判期には、税引後利益は前年同期比260.5%増の6,090億ドンとなった。2018年9ヶ月には、VHCの売上及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比6.6%増の6兆4,650億ドン、同73.8%増の1兆360億ドンに達した。VHCの売上総利益率は前年同期の16.6%から22.6%増となった。そのうち、魚の切り身産物と付け産物の成長率は、それぞれ21%と63%増加した。

四半期ごとの業績



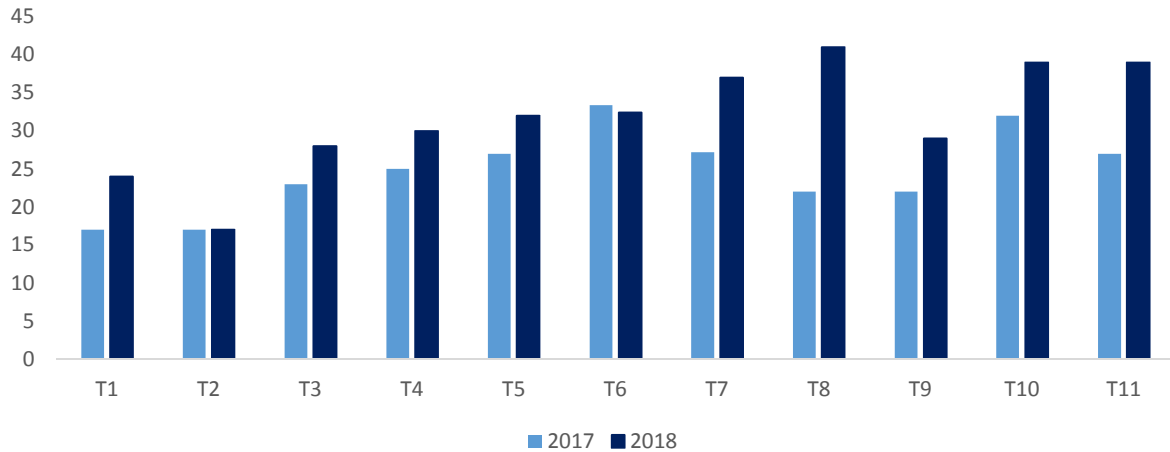
2018年9ヶ月の売上構成



ソース: VHC

2018年11ヶ月には、VHCの輸出額は前年同期比27%増の3億4,800万ドルとなった。そのうち、11月単では、輸出額は前年同期比43%増の3,900万ドルだった。

VHCの輸出額



ソース: VHC

2018年には、VHCの業績は大幅に上昇した、そのうち、税引後利益及び売上総利益率が最高レベルを記録した。2018年9ヶ月には、売上総利益率は22.6%となり、税引後利益は前年同期比116%増の1兆3,080億ドンとなった。貿易戦争の恩恵と高いPOR13税率に加えて、供給の不足と市場の高い需要を受け、VHCは急速に販売価格を上げ、米国市場での市場シェアを拡大する。

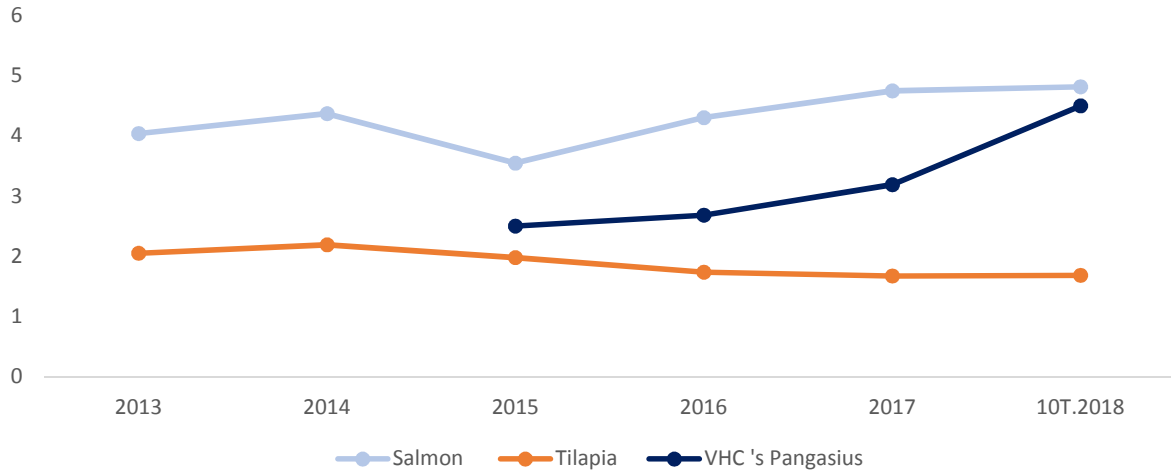
しかし、米国市場では、2019年にVHCの事業活動は多くのリスクがあると考えています。

(1) 米国での販売価格が上昇し続ける可能性は低いです。2018年には、VHCのチャー魚販売価格の成長率は約25~30%に上昇し、直近3年間での最高値となり、VHCの年間成長期待(7.5%/年)を超えた。チャー魚輸出価格は米国市場でサケ輸出価格に近づいています。そのために、供給が増加すると、2019年の平均輸出価格は上昇しにくい、引き下げるかもうしれないと考えています。

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC

米国内の魚の種類間の輸出価格を比較する



ソース: USDA, BSC Research

(2) POR 14 の正式な税率が予備税率と同等であれば、同業の企業が米国への輸出するのは VHC の市場シェアを低下させると考えられます。チャー魚産物では、2018 年 9 月 13 日には、米商務省(DOC)はチャー魚に対し POR14 の予備結果を発表した。それによると、チャー魚の平均販売価格は 0.41 ドル/キロ、前期の 3.87 ドル/キロより低かった。このような低い予備税率は、チャー魚系企業が米国に戻ることを奨励するでしょう。

輸出企業	POR 10	POR 10	POR 11	POR 11	POR 12	POR 13	POR 13	POR 14
	予備	最終	予備	最終	最終	予備	最終	予備
VHC	0	0	0	0	0	0	0	0
Biển Đông 水産有限会社	n.a	0	0	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
HVG	0.58	0.97	0.36	0.41	0.41	2.39	3.87	0
Cần Thơ 水産輸入出株式会社	n.a	n.a	0.6	0.69	2.39	2.39	3.87	n.a
Cửu Long An Giang 水産輸入出株式会社	0.58	0.97	0.6	0.69	0.69	2.39	3.87	0.41
全国の税率	2.39	2.39	n.a	n.a	2.39	2.39	3.87	n.a

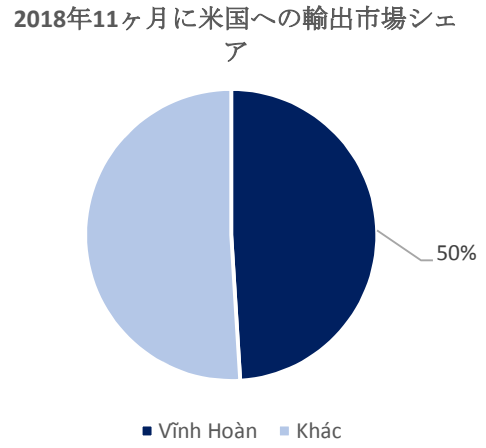
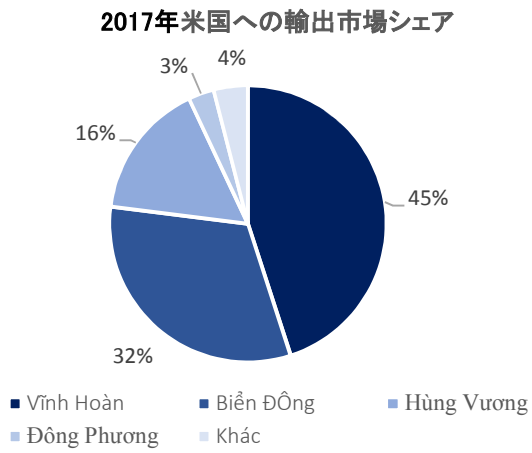
ソース: BSC Research

具体的な見積りはまだないが、VHC の市場シェアは 2017 年と同様 45%に減少すると思われる。

2018年12月19日

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC



ソース: VHC, TCHQ

### テクニックハイライト

2018年12月19日

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC

- 現在傾向: 下落
- MACD 指標: プラス分岐、MACD 線の下落
- RSI 指標: 中立ゾーン、ボリンジャー線の下に打った
- MA: MA20 は MA50 と MA200 に向けて下落している

評価: VHC は抵抗線 110 を打った後、下落している。直近の 2 営業日には、売買高は増加し、平均水準を上回った。これは底値買い力が強まっていることを示した。RSI 指標がボリンジャー線の下に打ったが売られ過ぎゾーンにまだ打っていないのは下落力が続けると示した。MACD 指標は下落している傾向がある。3MA の動きは VHC の短期下落傾向を示した。そのために、VHC は次の営業日に強いサポート線 85 に下落する可能性があり、株価の 85~95 の辺りに累積するだろう。

推奨: 買値: 85、利益確定売値: 95~100、損切り値: 80。



ソース: Amibroker, BSC

2018年12月19日

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC

### 基本的な財務諸表指標の概要

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	2,021	2,160	1,804	2,240	2,526
売上総利益	290	354	254	461	755
財務収入	22	13	23	32	60
財務費用	(21)	(21)	(15)	(94)	(34)
借入利息	(20)	(18)	(13)	(13)	(10)
販売費用	(59)	(76)	(54)	(54)	(46)
管理費用	(24)	(46)	(99)	31	(29)
営業利益/損失	207	224	116	401	741
他の収入	(1)	(5)	(3)	(3)	(31)
税引前利益	206	220	113	398	710
税引後利益	169	184	98	329	609
少数株主持分	-	1	(0)	(0)	-
親会社株主利益	169	183	98	329	609
EPS	805	642	912	811	
短期資産	2,826	2,999	3,209	3,487	4,316
現金及び現金相当	678	418	1,063	1,124	1,571
短期未収金	916	1,328	1,314	1,467	1,667
在庫	1,181	1,198.38	796	854	1,008
他の短期資産	51	54	36	42	70
長期資産	2,017	2,032	1,742	1,741	1,682
長期未収金	1	1	2	2	2
固定資産	1,515	1,515	1,122	1,113	948
進行中である長期資産	201	224	186	175	248
他の長期資産	299	290	114	108	105
総資産	4,843	5,030	4,952	5,229	5,998
買掛金	2,043	2,109	2,095	2,055	2,214
短期負債	1,554	1,683	1,741	1,986	2,191
短期借入	935	1,012	960	1,192	1,366
長期負債	489	426	355	69	23
長期借入	463	399	327	42	-
株主資本	2,800	2,922	2,856	3,174	3,783
出資資本	924	924	924	924	924
未処分利益	1,660	1,785	1,719	2,037	2,646

2018年第3四半期には、売上高は前d年同期比6.6%増となった。税引後利益は同74%と急増した。売上総利益率は22.6%と大幅に増加した。BSCは、米国市場での販売価格が2008年第3四半期に依然として上昇傾向にあることで、売上総利益率が増加したと考えております。

販売・管理費用は減少した。

2018年9月30日の時点で、VHCの預金額は4,820億ドン、長期資産の11%を占めている。

2018年9月30日の時点でVHCの未収金は8,890億ドン、総未収金の68%を占めている。

在庫は主な完成品である7,860億ドン、2018年第2四半期末より90%増となった。

短期借入は流動資本のために引き続き増加した。

2018年12月19日

# VHC\_ビンホアン株式会社

## BSC

総資本	4,843	5,030	4,952	5,229	5,998
売上高の成長率(%)	52.75%	33.26%	32.27%	17.28%	
売上総利益率	16%	13%	18%	16%	
借入費用/売上高	3.2%	27.9%	3.2%	3.0%	
販売費用/売上高	3.3%	3.1%	2.7%	2.7%	
管理費用/売上高	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%	
純利益率					
	9.9%	8.4%	13.3%	9.4%	

売上総利益率及び純利益率は2018年第3四半期に引き続き急増した。BSCは、VHCの平均販売価格は投入コストの上昇よりも早く上昇すると考えています。2018年第4四半期には、利益率は依然として高水準で維持すると考えています。

### いくつかの基本的な財務指標

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
<b>1 支払能力</b>					
流動比率	1.82	1.78	1.84	1.76	1.97
当座比率	1.03	1.04	1.37	1.30	1.48
<b>2 資本構成</b>					
短期資産/総資産	0.58	0.60	0.65	0.67	0.72
長期資産/総資産	0.42	0.40	0.35	0.33	0.28
負債比率/総資産	0.42	0.42	0.42	0.39	0.37
負債比率/株主資本	0.73	0.72	0.73	0.65	0.59
短期負債/総資産	0.32	0.33	0.35	0.38	0.37
長期負債/総資産	0.10	0.08	0.07	0.01	0.00
<b>3. 稼働能力</b>					
棚卸資産回転率	5.60	5.14	6.89	6.75	6.26
売掛金回転率	9.01	8.38	6.46	7.78	6.96
買掛金回転率	23.90	32.02	29.37	24.49	30.20
在庫日	65.2	71.0	53.0	54.1	58.3
売掛日	40.5	43.5	56.5	46.9	52.4
買掛日	15.3	11.4	12.4	14.9	12.1
現金回転率	90.5	103.1	97.0	86.1	98.6
<b>4. 利益性</b>					

支払い率が小幅に上昇した。

資産構成: 長期資産は総資産の28%を占め、VHCが新しい工場やその他のプロジェクトに投資しているため増加する傾向がある。



2018年12月19日

## VHC\_ビンホアン株式会社

# BSC

税引後利益/売上高(%)	8.4%	8.5%	5.4%	14.7%	24.1%
税引後利益/株主資(%)	19.5%	22.3%	22.3%	26.9%	37.1%
税引後利益/総資産	10.9%	11.9%	11.6%	15.5%	22.1%
資産運用による収益/売上	10.2%	10.4%	6.4%	17.9%	29.4%

### 5. DuPont モデル

総資産/株主資本	1.85	1.79	1.84	1.82	1.65
収入/総資産	1.66	1.64	1.62	1.63	1.58
EBIT/収入	9.0%	9.7%	9.3%	12.2%	17.1%
EBT/EBIT	90.3%	90.9%	91.0%	93.6%	96.4%
利鞘/税引前利益	80.8%	82.9%	84.1%	83.2%	84.7%

### 6. 評価

PE	10.12	11.00	11.49	8.54
PB	1.84	2.26	2.39	2.10
EPS	0.66	0.82	0.82	0.82
簿価	7.79	8.35	8.24	7.06

### 7. 成長率(前年同期比)

総資産	18%	13%	11%	12%
負債	10.7%	3.2%	9.7%	13.9%
売上高	52.7%	33.3%	32.3%	17.3%
売上総利益率	226.1%	162.0%	185.2%	90.9%
税引後利益	694.0%	693.2%	554.4%	188.6%
EPS	738.5%	815.6%	780.6%	227.0%

チャ魚輸出価格が投入原材料価格よりも早く上昇するため、収益性は良好な成長がある。

2018年第3四半期のEPSは前年同期比84.3%増の11,209VND/株と大幅に増加した。

2018年12月19日

VHC\_ビンホアン株式会社

**BSC**

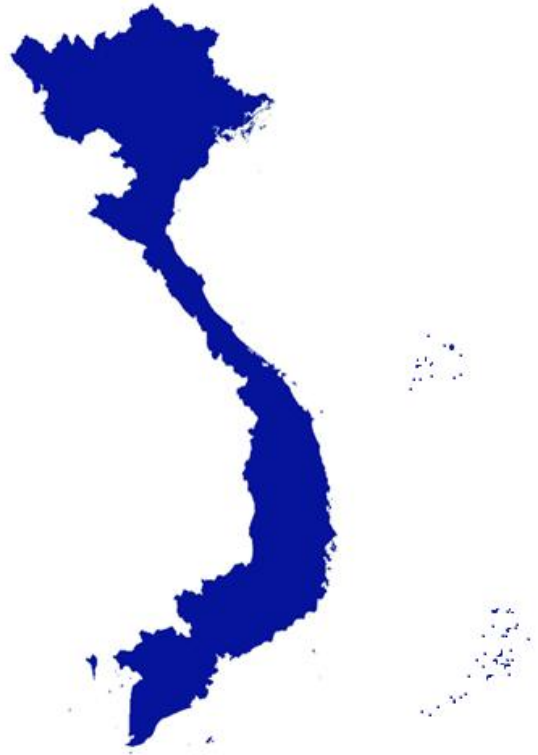
### 利用規約

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。

2018年12月19日

VHC\_ビンホアン株式会社

**BSC**



## **BSC 本社**

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

## **BSC 支店**

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

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**