

成長原動力はマサン消費財社から由来する。

推奨 観察

Mã Tuấn Minh Hiền (業界分析)

hienmtm@bsc.com.vn

目標価格 89,800

終値 82,800

Upside 8.45%

Đặng Quang (テクニク分析)

quangd@bsc.com.vn

目標価格 89,900

損切値 84,700

市場データ

発行済株式数(100万株) 1,163

時価総額(10億ドン) 95,727

過去52週間の最高値(VN
D) 114,600

過去10日の売買高(株) 588,785

外国人投資家の保有率 26.77%

大口株主

CTCP Masan 31.4%

CT Xây dựng Hoa Hướng I 13.3%

SK Investment Vina 9.5%

Government of Singapore 4.5%

株価の推移(1年間)



企業概要

MSNは多業経営している大手な企業である。
MSNの主な事業は (1) Masan Consumer Holding(MCH): 食品・飲料を中心とする消費
関連製品の生産・販売分野への投資、 (2)
Masan Nutri-
Science(MNS): 畜産・飼料事業への投資、 (3)
Masan
Resources(MSR): 資源開発への投資という
ことです。

定価

BSCはDCF(50%)とP/E(50%)の方法に基づくMSNの理論価格を8万9,800VND
／株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

2019年業績予想:BSCは収入を前年比8.43%増の42兆6,960億ドン、親会社
株主税引後利益を同5.5%増(2018年特別利益の1兆1,850億ドンを除けば、
同39.1%増)の5兆1,850億ドン、予想EPを4,810VND／株、予想P/Eを18.1x、
予想P/Bを 2.8xと予想しております。

BSCの仮定は:BSCは、(1)MCHの収入は40つの新製品の販売開始(2019年
第1四半期に4つの新製品の販売を開始した)のおかげで前年比15%増の20
兆300億ドン;MNSの収入は豚用飼料分野がアフリカ豚コレラの終息後、回復
すれば、前年比4%増の14兆5,190億ドン;MSRの収入は、年末にタングステン
価格が上がる場合、前年比1%の6兆8,990億ドンに達します;(2)売上総利益
率が32.2%となり、金融費用が是年日27.3%減の2兆2,480億ドンに達すと仮
定しております。

2019年業績計画:MSNは、収入が前年比18~31%増の45兆2,000億~50兆ド
ン、親社株主税引後利益が同2~12%増の5兆~5兆5,000億ドンに設定して
います。

リスク:(1)アフリカ豚コレラ(ASF)がMSNの豚肉分野にマイナス影響し続けて
いる。(2)ビール業が赤字を計上し続けている。(3)中米貿易戦争は世界的なタ
ングステン価格に影響を与える。

企業アップデート:

2019年第1四半期の売上高は前年同期比1.4%減の8兆1,600億ドン、年間計
画の17.2%を上回ったと推定された。そのうち、

(1) MCHの収入は前年同期比5.4%増の3兆7,900億ドンとなった。

(2)

MNSの収入は同0.3%減の3兆1,920億ドンとなった。そのうち、飼料分野の収
入が同1.6%減となり、とりわけ、水産・課金用飼料分野の収入上昇が豚用飼
料産量の減少を補った。MEATDeli分野の収入は200億ドンとなった。しかし、
Ha

Nam省であるアフリカのコレラ豚(ASF)は食肉加工工場から2km離れたハナ
ム省に出現したため、MNSは一時的にこの工場の稼働を停止した。

(3) MSRの収入は前年同期比20.1%減の1兆1,880億ドンとなった。

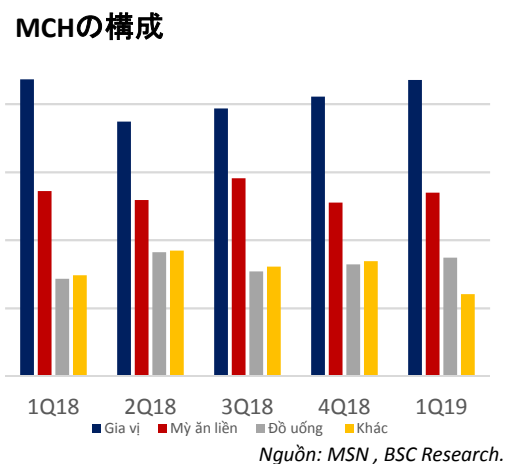
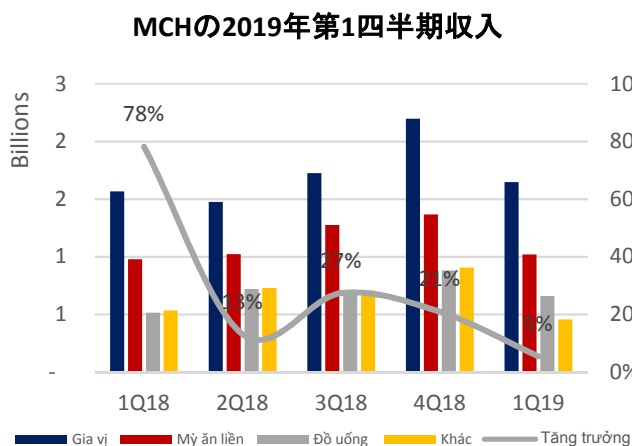
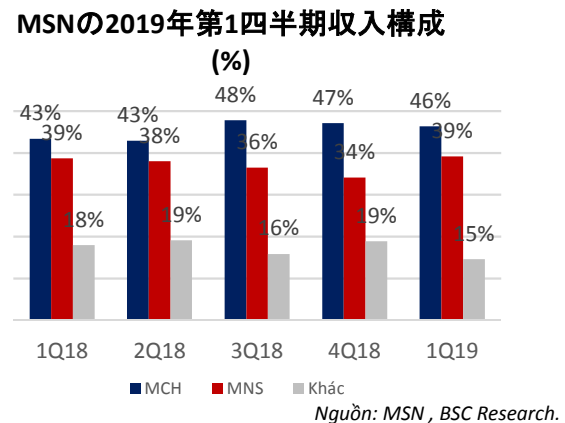
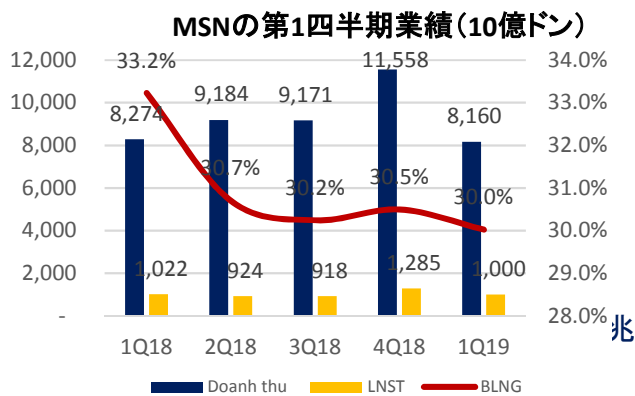
2019年第1四半期には、MSNの売上総利益率は前年同期比3.19%減の30.2
%となった。そのうち、MCH、MNS、MSRの売上総利益率はそれぞれ、同4.9
%減の42.1%、同1.3%減の15.9%、同4.7%減の29.8%となった。管理販売費
用／売上高の比率は前年同期比1%減の16%となった。金融費用は前年同期
比34.3%減の4,570億ドンとなった。2019年第1四半期の借入残高は前年同
期比34.8%減の22兆6,000億ドンとなった。

税引後利益は前年同期比6%増の8,650億ドンで、年間計画の16.5%を達成し
た。

2019年6月20日

2019年第1四半期業績のアップデート

2019年第1四半期には、MSNの売上高は前年同期比1.4%減の8兆1,600億ドンで、年間計画の17.2%を達成した。MCHの収入は前年同期比5%増の3兆7,800億ドンで、総収入の46%を占めている。MNSの収入は同0.3%減の3兆1,918億ドンで、総収入の39%を占めている。MSRと他の収入は同20%減の1兆1,882億ドンで、総収入の14%を占めている。売上総利益率は前年同期比3.19%減の30.2%となった。そのうち、MCH、MNSとMSRの売上総利益率はそれぞれ、同4.9%減の42.1%、同1.3%減の15.9%、4.7%減の29.8%となった。税引前利益に支払利息、減価償却費を加えて算出される利益率(EBITDA)は2019年第1四半期に26%で、前年同期の28%から減速したが、2018年の平均水準の24%より高かった。親社株主税引後利益は前年同期比6%増の8,650億ドンで、年間計画の16.5%を達成した。



2019年6月20日

コーヒー、加工済肉、ビールを中心とする消費製品の成長率は前年同期比14%減となったが、収入の8%しか占めないことで、影響を大きく与えない。

MCHは味、コンビニ食品、飲食・コーヒー、加工済肉という4つのコア事業を中心とする技術革新に40つの新製品を販売する。そのために、MCHが新製品の販売を成功し、2019年の収益成長が10－15%となる場合、MCHはMSNの2019年成長原動力となるだろう。

(2)MNSの収入は前年同期比0.3%減の3兆1,920億ドンとなった。そのうち、飼料分野の収入が前年同期比1.6%減となり、とりわけ、水産・課金用飼料分野の収入上昇が豚用飼料産量の減少を補った。豚、水産、家禽用飼料の割合が飼料事業の収入をそれぞれ、50%、30%、20%占めた。しかし、Ha Nam省であるアフリカのコレラ豚（ASF）は食肉加工工場から2km離れたハナム省に出現したため、MNSは一時的にこの工場の稼働を停止した。

北部と南部での豚肉価格はアフリカ豚コレラの影響による、大幅に値下がりし、それぞれ前年同期比23%減の1キロ当たり3万40,000ドン、同10%減の1キロ当たり3万7,000ドンだった。そのために、MNSは2019年第2四半期にアフリカ豚コレラが終息すると、国内の豚肉価格が豚肉消費需要の増加で、値上がりすると期待しております。

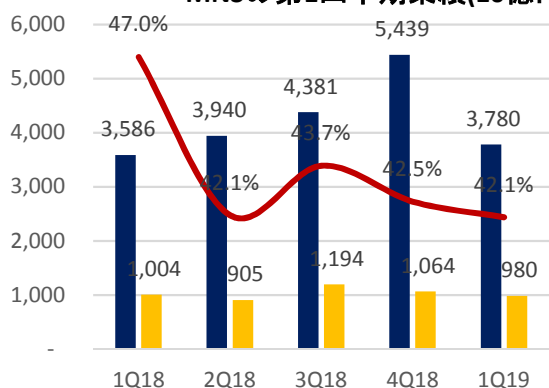
2019年第1四半期には、MEATDeliの収入は200億ドンとなった。現在、MEATDeliは以下の通りに3つの豚肉販売チャンネルを強化している。

(1)MEATDeliチェーンは、2019年新規オープン店舗数が25所に設定され、第1四半期に5店舗をオープンした。

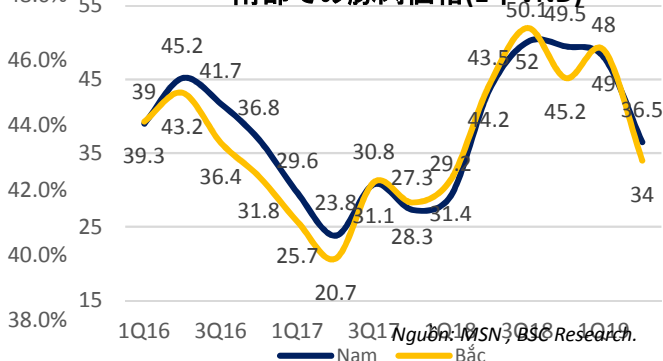
(2)コンビニとオンラインを含む現代販売チャンネルは、MEATDeliチェーンの豚肉がVinmartチェーンの全ての店舗で販売されている。

(3)伝統販売チャンネルでは、2019年に伝統的な市場で250店舗を新規オープンする予定。MEATDeliチェーンの2019年投資総額は3,150億ドンである。この期間におけるMEATDeliチェーンの販売チャンネルのオープンを強化するのはブランド・アイデンティティを構築するために非常に重要なことである。MEATDeliチェーンはまだ最初のテスト段階にあり、MSNの2019年収益に貢献することはできない。

MNSの第1四半期業績(10億ドン)



2016年～2019年の期間における北部と南部での豚肉価格(1千VND)

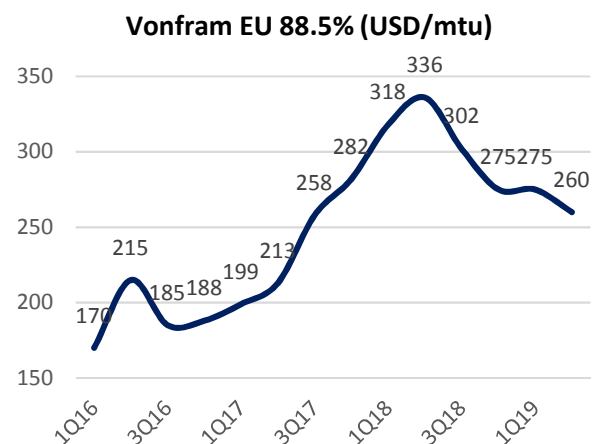
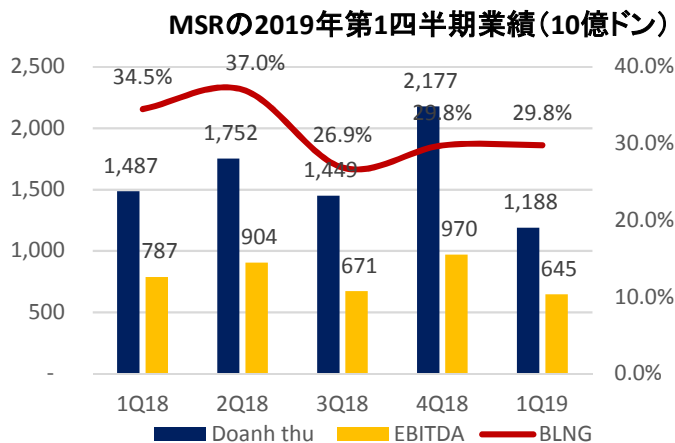


2019年6月20日

(3)

MSRの収益は前年同期比20.1%減の1兆1,880億ドンとなった。収益の減少は、タングステン価格(前年比17%減)、金属価格(同31%減)及び銅価格(同11%減)の下落により売上総利益率が減少したことから由来した。売上総利益が前年同期比30.9%減の3,540億ドン、売上総利益率が29.8%で、前年同期の34.5%から減速した。

税引後利益は前年同期比99%減の14億7,000万ドンとなった。財務費が前年年同期比7.8%増の3,064億ドンとなった。米国が2,000億ドル相当のタングステン製品を含む中国輸入品に対して20%の税率を課すことに関する中米貿易戦争の影響により、2019年のタングステン市場は困難を直面していると考えております。しかし、2019年第2四半期以降、タングステン市場は回復する可能性があると考えております。理由はヨーロッパのAPT在庫はまだかなり少なく、中国が石油・ガス業、航空宇宙業の拡大を強化していることで、タングステンの需要を増加させるということだ。



MSNの2019年業績見通し: MSRの2019年業績見通しは、収入が前年比18%~31%増の45兆2,000億~5兆ドンに設定されています。うちに、(1)MCHは、収入が前年比30%~35%増の2兆8,150億~23兆4,170億ドンに設定した。(2)MNSは、収入が前年比20%~30%増の16兆7,720億~18兆1,700億ドンに設定し、そのうち、飼料分野の成長率が10%~15%、MEATDeli分野の成長率がMSNの収入に10%を寄与する見込み。(3)MSRは、収入が前年比12%~22%増の7兆7,000億~8兆5,000億ドンに設定した。

Nguồn: MSN, BSC Research.

MSNの親会社株主帰属利益は前年比2%~12%増(2018年特別利益を除けば、44%~58%増)の5兆~5兆5,000億ドンの見込み。MNSとMSRがアフリカ豚コレラ及びタングステンの値下がりの影響により、年間計画を達成しない見込みだ。そのために、MSNは2019年計画を達成しにくいと評価しております。MCHが新製品の販売を成功すれば、MCHがMSNの重要な成長原動力となるだろう。また、MSNは12兆5,000億ドンの借入を返済したことで、借入費用の1兆ドンを節約した。そのために、MSNが2019年の税引後利益を達成する可能性がある。

2019年6月20日

2019年業績予想：BSCは収入を前年比8.43%増の42兆6,960億ドン、親会社株主税引後利益を同5.5%増（2018年特別利益の1兆1,850億ドンを除けば、同39.1%増）の5兆1,850億ドン、予想EPを4,810VND／株、予想P/Eを18.1x、予想P/Bを 2.8xと予想しております。

BSCの仮定は：

BSCは、(1)MCHの収入は40つの新製品の販売開始（2019年第1四半期に4つの新製品の販売を開始した）のおかげで前年比15%増の20兆300億ドン；MNSの収入は豚用飼料分野がアフリカ豚コレラの終息後、回復すれば、前年比4%増の14兆5,190億ドン；MSRの収入は、年末にタングステン価格が上げる場合、前年比1%の6兆8,990億ドンに達します；(2)売上総利益率が32.2%となり、金融費用が是年比27.3%減の2兆2,480億ドンに達すると仮定しております。

評価：BSCはDCF(50%)とP/E(50%)の方法に基づくMSNの理論価格を8万9,800VND／株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	FY 2019E
DCF	82,475	50%	41,200
P/E Target - 20.2 x	97,161	50%	48,600
Giá mục tiêu - Theo Dõi			VND 89,800

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
売上高	8,274	9,184	9,171	11,558	8,160
総利益	2,762	2,808	2,774	3,539	2,463
財務収入	86	1,547	125	143	72
財務費	(781)	(791)	(840)	(678)	(529)
借入利息	(757)	(743)	(757)	(539)	(454)
販売費	(957)	(1,018)	(934)	(1,405)	(813)
管理費	(452)	(479)	(451)	(632)	(490)
営業利益/損失	1,174	2,536	1,116	1,451	1,150
他の収入(純)	(2)	(1)	(18)	(11)	(9)
税引前利益	1,172	2,535	1,097	1,439	1,141
税引後利益	1,022	2,396	918	1,285	1,000
少数株主利益	206	181	170	148	134
親会社株主利益	816	2,215	748	1,138	865

2019年第1四半期には、MSNの収入が前年同期比1.2%減の8兆1600億ドンとなった。主な原因はMNSの収入が成長しなかったこと及びMSRの収入が鉱産価格の値下がりにより大幅に減少したことから由来した。

2019年第1四半期には、販売管理費/売上高の比率は前年同期比1%減の16%となった。純財務費は前年同期比34.3%減の4,570億ドンとなった。MSNの平均借入残高が前年同期比34.8%減の22兆6,000億ドンとなった。

2019年第1四半期の税引後利益は前年同期比2.15%減の1兆ドンで、純税引後利益率が12.3%となった。

EPS					
短期資産	13,163	13,272	13,466	12,500	12,298
短期現金と現金担当	5,545	6,098	5,562	4,962	3,465
短期未収金	2,109	1,520	2,224	2,413	2,147
在庫	4,908	4,944	4,903	4,333	5,625
他の短期資産	602	711	778	792	1,060
長期資産	48,645	50,881	51,349	52,079	52,764
長期未収金	1,450	1,349	1,374	1,377	1,385
固定資産	29,273	29,073	28,592	29,204	29,105
進行中である長期資産	2,183	2,137	2,681	2,171	2,512
他の長期資産	3,880	3,900	3,839	3,979	3,968
総資産	61,808	64,153	64,815	64,579	65,062
買掛金	42,228	42,137	42,542	30,499	30,148
短期負債	14,565	13,526	13,820	15,796	15,150
短期借入	8,942	8,105	7,546	9,244	10,097
長期負債	27,663	28,611	28,723	14,703	14,997
長期借入	25,655	26,628	26,756	12,752	13,133
株主資本	19,580	22,017	22,273	34,080	34,914
出資資本	11,574	11,631	11,631	11,631	11,631
未処分利益	12,361	14,471	15,073	16,193	16,912
総資本	61,808	64,153	64,815	64,579	65,062

在庫額は、完成品と材料がそれぞれ、前年同期比22.8%増、17.7%増となったことで、前年同期比14.6%増の5兆6,250億ドンとなった。

2019年第1四半期には、長期借入が前年同期比48.8%減の13兆1,330億ドンとなった。そのために、2019年の借入費用が1兆ドンを減少すると見込まれた。

売上高の成長率(%)	-3%	-3%	-3%	14%	-1%
売上総利益率	33%	31%	30%	31%	30%
借入/売上高	9%	8%	8%	5%	6%
販売費/売上高	12%	11%	10%	12%	10.0%
管理費/売上高	5.5%	5.2%	4.9%	5.5%	6.0%
純利益率	12.4%	26.1%	10.0%	11.1%	12.3%

いくつかの基本的な財務指標

1. 支払能力	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
流動比率	0.90	0.98	0.97	0.79	0.81
当座比率	0.53	0.56	0.56	0.47	0.37

当座比率と流動比率は、現金は資金返済のために大幅に減少したことで、減少した。

2. 資本構成					
長期資産/総資産	0.21	0.21	0.21	0.19	0.19
長期資産/総資産	0.79	0.79	0.79	0.81	0.81
負債比率/総資産	0.68	0.66	0.66	0.47	0.46
負債比率/株主資本	2.16	1.91	1.91	0.89	0.86
短期負債/総資産	0.24	0.21	0.21	0.24	0.23
長期負債/総資産	0.45	0.45	0.44	0.23	0.23

負債/株主資本の比率が0.86となることで、MSNの財務健康が向上されるだろう。

3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	5.0	5.4	5.4	5.7	5.01
売掛回転率	39.4	37.3	38.7	32.9	44.74
買掛回転率	11.0	11.8	12.0	10.4	12.24
在庫日	72.9	67.6	67.3	64.1	72.81
売掛日	9.3	9.8	9.4	11.1	8.16
買掛日	33.2	31.0	30.5	35.1	29.81
現金回転率	48.88	46.46	46.16	40.13	51.16

MSNの買掛金回転率は減少した。現金回転率が上昇した。

4. 利益性					
税引後利益/売上高	12.4%	26.1%	10.0%	11.1%	12.3%
税引後利益/株主資本	21.8%	28.3%	27.4%	20.7%	20.5%
税引後利益/総資産	6.9%	10.0%	10.1%	8.9%	8.7%
資産運用による利益	14.2%	27.6%	12.2%	12.6%	14.1%

利益率が安定的に維持している。税引後利益/収入の比率が12.3%となった

5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	3.22	2.82	2.77	2.36	2.33
収入/総資産	0.59	0.57	0.57	0.60	0.59
EBIT/収入	0.22	0.28	0.28	0.24	0.23
EBT/EBIT	0.60	0.69	0.69	0.69	0.71
利鞘/税引前利益	0.88	0.91	0.91	0.90	0.90

MSNのP/Eは19.6xで、消費業の平均PEより安い値である。

6. 評価					
PE	24.4	14.7	15.3	20.8	19.6
PB	6.314	5.2	5.2	3.5	3.4
EPS	3,326	5,206	5,167	4,227	4,485
簿価	12,829	14,628	15,148	25,351	25,970

7. 成長(前年同期比)(%)					
総資産	-8.6%	-2.0%	-1.9%	1.7%	5%
負債	-4.8%	-8.2%	-11.1%	68.5%	78%
売上高	-3.1%	-3.1%	-2.8%	13.7%	-1%
売上総利益率	11.8%	-1.9%	-4.6%	4.3%	-11%
税引後利益	289.0%	839.8%	-3.2%	-40.0%	-2.2%
EPS					

MSN_累計傾向

テクニクハイライト:

現在傾向: 短期的に累積し、中期的に上昇力を維持する。

MACD指標: 横に推移し、センター線の上とシグナル線の下にある。

RSI指標: 買いゾーンにあり、買いゾーンに推移する傾向がある。

MA: 引き続き下落しているMA50の以外、残りのMAは引き続き上昇している。

評価: MSNは株価の85~89の範囲で推移している。RSI指標は短期的な累積傾向をサポートしている。MACD指標は次の数日に株価の86~88の範囲で累積し続けると示した。MAの動きはMSNが抵抗線に株価の94.28で接近する前に短期的に累積し続け、中期的に上昇力を維持すると示した。

推奨: 短期買値は87.38~88.6、利益確定売値は89.9~96、損切り値は84.7である。



Nguồn: Amibroker, BSC

05/08/2019

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 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

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

