

収益が株式の売却から由来する

推奨 買い

Nguyễn Thị Cẩm Tú (業界分析)	
tuntc@bsc.com.vn	
目標価格	93,500
終値	79,500
Upside	17.6%

Lê Quốc Trung (テクニク分析)	
trunglq@bsc.com.vn	
目標価格	N/A
損切値	N/A

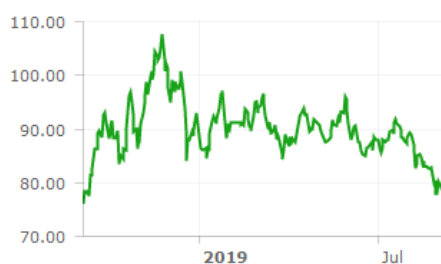
市場データ

発行済株式数(100万株)	92,403,946
時価総額(10億ドン)	7,392
過去52週間の最高値(VND)	112,300
過去10日の売買高(株)	182,005
外国人投資家の保有率	34.79%

大口株主(%)

Trương Thị Lê Khanh	42.83%
Mitsubishi Corporation	6.49%
Võ Phú Đức	5.91%
Lâm Quang Thanh	4.57%
Matthews International	4.12%

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

BSCは投資評価を「買い(Buy)」と維持し、VHC株の理論株価を108,552VND/株から93,500VND/株に引下げた。

2019年業績予測

2019年には、BSCは2019年収入を当初予測比6.8%減の9兆5,220億ドン下方修正した。原因はVHCの輸出価格が5%ではなくて10%に引下げることから由来した。BSCは税引後利益を当初予測比9.1%増の1兆4,350億ドン上方修正した。原因は(1)子会社における株式の売却により特別な利益の1,038億ドンを計上する、(2)2019年の売上総利益率は20.9%に引き上げるということから由来した。2019年のEPS予測は15,489VND/株である。特別な利益を除けば、2019年の税引後利益は1兆3,310億ドンで、EPSは14,264VND/株である。

2020年業績予測

2020年には、BSCは収入を11兆2,330億ドン、税引後利益を1兆5,520億ドン、2020年のEPSを16,751VND/株と予測しております。

業績アップデート

2019年1-6月期の業績アップデート

収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比3.2%減の3兆8,140億ドン、同70.5%増の7,270億ドンに達した。売上総利益率は22.5%で、前年同期の17.9%から増加した。2019年1-8月期には、輸出額は前年同期比8.9%減の2億1,300万ドルとなった。そのうち、8月の輸出額は前年同期比30.7%減の2,700万ドルとなった。

BSCの評価によると、2019年第3四半期の業績が減少した原因は(1)重要な市場での輸出状況はアウトパフォームではなかった、(2)売上総利益率は原材料価格と販売価格の差額が縮小したことで、減少したということから由

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

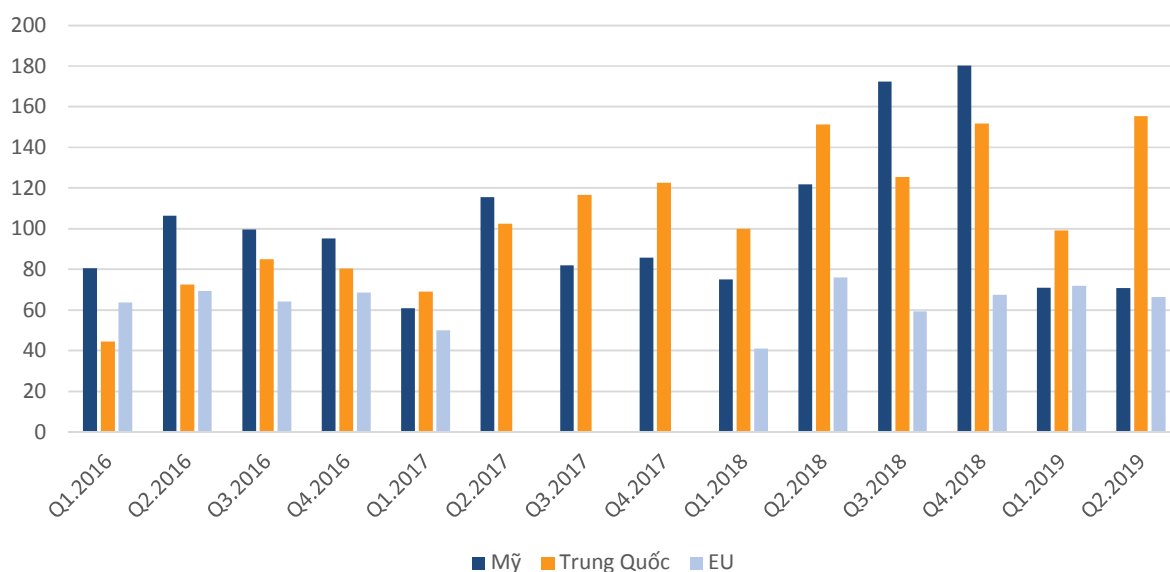
BSC

来した。BSC は、2019 年第4四半期の業績が生産量の増加で回復すると期待しております。

(1) 輸出市場の動きは、2019 年第3 四半期には回復せず、2019 年第4 四半期には再び繁栄する見込みだ。

中国、米国などの主な輸出市場は好転兆候を見せていなかった。2019 年 1-6 月期のチャ魚輸出額は前年同期比 4%減の 9 億 2,600 万ドルだった。第 2 四半期単位には、チャ魚輸出額は前年同期比 13.3%減となった。2019 年第 2 四半期には、米市場での輸出額は前年同期比 41.2%減の 7,140 万ドルだった。中国市場での輸出額は同 3%増の 1 億 5,490 億ドルだった。ヨーロッパ市場での輸出額は同 13%減の 6,650 万ドルだった。2019 年上半期に輸出市場のマイナス状況は、2018 年の楽観的な状況とは対照的です。BSC は低迷な状況が 2019 年第 3 四半期に続けると考えております。原因は(1)米市場では、販売価格の引き下げにより、輸入業者は受注量を減らした(8 月前半のチャ魚輸出量が前年同期比 38.7%減となった)。(2)中国市場では、数年間に大きく成長した後、成長率は減速している。(3)ヨーロッパ市場では、成長率も減速している。そのために、BSC は、VHC とチャ魚企業の第 3 四半期業績は輸出市場が困難を直面している背景には、減少すると評価しております。

重要な市場での輸出額(100万 USD)



ソース: Vasep

2020 年見通しには、投入価格がさらに引下げる可能性が低い背景には、2020 年の市場はプラス成長に戻ると期待しております。

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

+ 米市場: BSC は、中国から輸入されているティラピアの代わりに、チャ魚の消費量が引き続き増加すると期待しております。米国市場での 2019 年上半期輸出額は直近の 3 年間の平均水準より 20~25%低かった。BSC は輸出額が 2020 年回復すると期待しております。

+ ヨーロッパ市場: BSC は、市場が何年も成長しなかった後に回復すると期待しております。また、EV FTA 協定の調印はベトナム水産輸出を強化するだろう。

+ 中国市場: 中国がベトナム水産製品に対する課税を引下げているのはベトナム水産企業にポジティブ影響を与えている。しかし、人民元の切り下げと中国の基準の厳格化は水産物に対するリスク要素です。

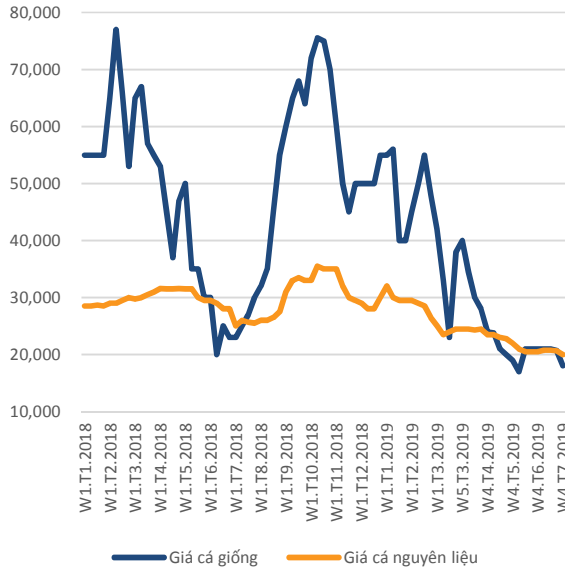
売上総利益率は原材料価格と輸出価格の差額が狭くなったことで、減少した。2019 年上半期には、チャ魚加工企業は投入価格(年初比 35%減)と輸出価格(同 15%減)の差額を受けた。しかし、この差額は今後縮小されていると考えております。原因は、(1) 原材料価格は過去 5 年間の最低水準であり、追加引下げる可能性が低い。(2) 重要な輸出先での 2019 年 7-9 月期の消費量が引き続き減少すると予測されていることで、企業が販売価格を引き続き引下げようということから由来した。BSC は、VHC とチャ魚加工企業の売上総利益率が 2019 年下半期に大幅に減少する傾向があると予測しております。

年初から、種魚と原材料用チャ魚の価格は大幅に下落した。現在、種魚価格は年初比 67.3%減の 18,000VND/キロで、チャ魚価格は同 37.5%減の 20,000VND/キロである。十分な在庫と輸出量の減少により企業からの購買需要が低だけでなく、一定期間不足した後の豊富な供給により、チャ魚の価格は過去数年間の最低水準で留まった。BSC は、チャ魚の価格が 2019 年下半期に安定してから回復すると期待しております。投入原材料の動きと共に、2019 年 4-6 月期の米市場と中国市場への輸出価格も下落した。2019 年 6 月末には、米国市場への平均販売価格は年初比 13.7%減の 3.93 ドル/キロで、中国市場への平均販売価格は同 15.5%減の 2.12ドル/キロだった。

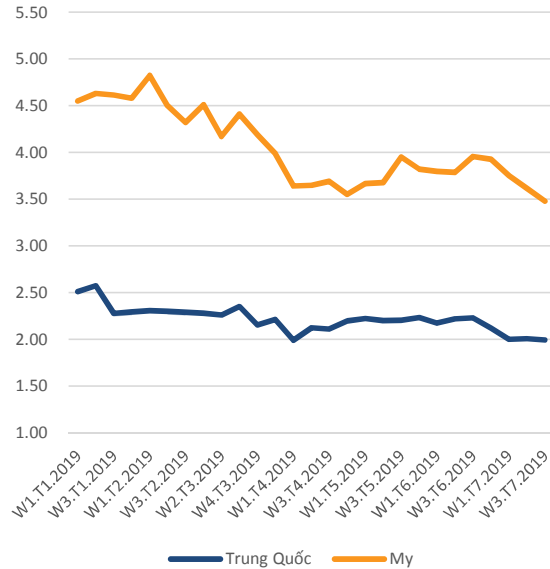
2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社 BSC

投入チャ魚価格の動き



米市場と中国市場への輸出価格の動き

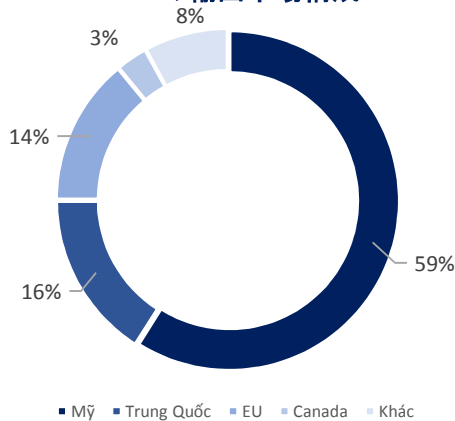


ソース: 税関総局, BSC Research

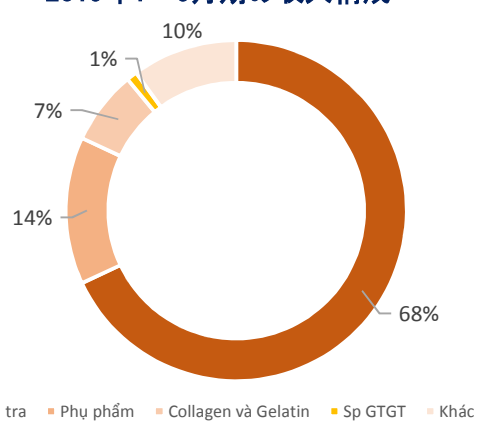
(2) 2019年上半期の業績は大きく成長した。

2019年上半期の業績は子会社における株式の売却により特別な利益及び現在量価格と輸出価格の差額のおかげで、大きく成長した。VHC の収益と税引前利益はそれぞれ、前年同期比 3.2%減の 3 兆 8,140 億ドン、同 56.9%増の 8,035 億ドンに達した。子会社における株式の売却により特別な利益を除けば、税引前利益は前年同期比 36.9%増の 6,997 億 5,000 万ドンだった。VHC の売上総利益率が 22.5%で、前年同期の 17.9%から増加した。

VHCの輸出市場構成



2019年1-6月期の収入構成



ソース: VHC

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

チャ魚から製品による収入は総収入の68%を占めている。コラーゲンとゼラチンによる収入は前年同期比240%増の2,670億ドンで、売上総利益率が30~40%となった。

米市場、中国市場とヨーロッパ市場はVHMの主な輸出先で、輸出額の89%を占めている。そのうち、ヨーロッパ市場は、輸出成長率が需要の回復で14%で、前年の7%から急増した。しかし、米市場での販売価格は現在まで最も高い水準であることで、これが平均販売価格と売上総利益率を減少させる可能性がある。

(3) 投資プロジェクトはVHCの生産バリューチェーンを完成させるだろう。

BSCは、VHCの投資案件が(1)種魚問題の解決、(2)自主的な割合を増加する、(3)追加価値の高い製品の割合を増加するという企業の生産バリューチェーン完成に向けていると考えております。BSCは、2020年~2021年の期間における投資プロジェクトが完了すると、企業の経営モデルがより完全で持続可能になると期待しております。

案件名	投資額	進捗
ビンホアンチャ魚種魚生産有限会社	480億ドン	出資決定がある。
フィッシュミールと魚脂肪工場及び第2号加工工場	4,770億ドン	2019年末または2020年初に着工予定
TanHung 水産養殖エリアの220ヘクタール		種魚養殖エリアの完成 チャ魚養殖エリアが2019年末に完成する予定。
ビンホアンコラーゲンの生産能力を年間3,500tに引き上げる	1,150億ドン	

ソース: VHC

(4) 評価

BSCは以下の仮定を基づく、2019年には、売上高を前年比2.1%増の9兆5,220億ドン、税引前利益を同1.1%減の1兆6,888億ドンと予測しております。

2019年の輸出額は前年比5.2%減の3億2,600億ドンで、平均販売価格は1キロ当たり3.705ドルである。

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

+ 輸出市場構成。米国は VHC の主な輸出先で、輸出額が前年比 19.9%減の 2 億 570 万ドルである。中国市場での輸出額は年初比 7.9%増の 4,488 万ドルである。EU 市場の輸出額は同 90%増の 4,351 万ドルである。

+ 2019 年の売上総利益率は 20.9%で、前年の 21.9%から減速すると予想されている。BSC の予測によると、VHC の 2019 年下半期売上総利益率が 19.5%であるだろう。

+ VHC の 2019 年販管費用／売上高の割合は 3.8%で、2018 年の物と相当する。

VHC の業績予測

単位:10 億ドン	2018	2019F	2020F	2021F
売上高	9,323	9,522	11,233	13,408
前年同期比	14.4%	2.1%	18.0%	19.4%
輸出額 (100 万ドル)	344	326	383	457
+ 米国	257	206	226	270
+ 中国	42	45	54	65
+ EU	23	44	53	65
販売価格		3.705	3.789	3.932
原価	(7,281)	(7,531)	(8,919)	(10,795)
売上総利益	2,042	1,991	2,314	2,613
売上総利益率	21.9%	20.9%	20.6%	19.5%
販売費用	(209)	(209)	(247)	(295)
販売費用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理費用	(142)	(155)	(181)	(213)
管理費用率	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
税引前利益	1,708	1,688	1,826	2,033
税引後利益	1,452	1,435	1,552	1,728
1 株当たり利益 (EPS、VND／株)	15,585	15,489	16,751	18,643
前年同期比	137.9%	-0.6%	8.1%	11.3%

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

+PE 方法: 現在、VHC の PE は 4.16 の範囲で推移している。BSC は、PE 方法に基づく株価の価値を確定するために VHC の PE を 6.5 から 5.5 に引下げる。



ソース: Bloomberg

PE 方法	2019	2020	2021
EPS	15,489	16,751	18,643
PE	5.5	5.5	5.5
理論な価格	85,200	92,100	102,500

+ FCFF 方法:

BSC は投資評価を「買い(Buy)」と維持し、VHC 株の理論株価を 108,552VND／株から 93,500VND／株に引下げた。

2019年9月23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

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
売上高	2,240	2,526	2,754	1,789	2,025
売上総利益	461	755	573	421	428
財務収入	32	60	33	31	148
財務費用	(94)	(34)	(34)	(24)	(24)
借入利息	(13)	(10)	(20)	(18)	(15)
販売費用	(54)	(46)	(55)	(49)	(62)
管理費用	31	(29)	(46)	(45)	(35)
営業利益／損失	401	741	488	346	444
他の収入	(3)	(31)	(1)	(0)	6
税引前利益	398	710	487	346	449
税引後利益	329	609	416	307	392
少数株主持分	(0)	-	(0)	-	-
親会社株主利益	329	609	416	307	392
EPS	3,557	6,592	4,420	3,326	4,240
短期資産	3,487	4,316	4,130	4,111	4,443
現金及び現金相当	1,124	1,571	651	1,072	1,183
短期未収金	1,467	1,667	2,000	1,226	1,286
在庫	853.99	1,008	1,377	1,711	1,875
他の短期資産	42	70	103	103	99
長期資産	1,741	1,682	2,169	2,147	1,804
長期未収金	2	2	2	1	1
固定資産	1,113	948	1,407	1,396	1,449
進行中である長期資産	175	248	259	281	238
他の長期資産	108	105	105	106	111
総資産	5,229	5,998	6,299	6,258	6,247
買掛金	2,055	2,214	2,275	1,935	1,737
短期負債	1,986	2,191	2,242	1,906	1,709
短期借入	1,192	1,366	1,269	1,208	994
長期負債	69	23	33	30	28
長期借入	42	-	-	-	-
株主資本	3,174	3,783	4,024	4,323	4,509
出資資本	924	924	924	924	924
未処分利益	2,037	2,646	2,876	3,175	3,362
総資本	5,229	5,998	6,299	6,258	6,247

2019年上半期の売上高は前年同期比3.2%減の3兆8,130億ドンで、輸出額の1億5,800万ドルの相当だ。

売上総利益率は22.5%で、前年同期の17.9%から増加し、高水準で維持している。

販管費用／売上高の比率は5%で、前年同期の6%から僅かに減少した。

2018年6月30日の時点での預金額は1兆1,830億ドンで、総資産の19%を占めている。

Coast Beaconの未収金は6,040億ドンで、前四半期比僅かに減少した。

在庫が引き続き増加している。

VHCの短期借入は2四半期連続で減少した。今後、VHCは多くの案件を実施することで、借入が増加する可能性がある。

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

売上高の成長率(%)	17.3%	25.9%	27.5%	-0.8%	-5.2%
売上総利益率	21.2%	29.9%	20.8%	23.5%	21.2%
借入費用/売上高	0.6%	0.4%	0.7%	1.0%	0.8%
販売費用/売上高	2.5%	1.8%	2.0%	2.7%	3.1%
管理費用/売上高	1.4%	1.1%	1.7%	2.5%	1.7%
純利益率	15.4%	24.1%	15.1%	17.2%	19.4%

いくつかの基本的な財務指標

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
1. 支払能力					
流動比率	1.76	1.97	1.84	2.16	2.60
当座比率	1.30	1.48	1.18	1.21	1.44
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.67	0.72	0.66	0.66	0.71
長期資産/総資産	0.33	0.28	0.34	0.34	0.29
負債比率/総資産	0.39	0.37	0.36	0.31	0.28
負債比率/株主資本	0.65	0.59	0.57	0.45	0.39
短期負債/総資産	0.38	0.37	0.36	0.30	0.27
長期負債/総資産	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	6.75	6.26	6.70	5.54	4.80
売掛金回転率	7.78	6.96	5.89	7.54	7.26
買掛金回転率	24.49	30.20	31.91	33.91	34.54
在庫日	54.07	58.30	54.46	65.94	76.1
売掛日	46.93	52.41	61.96	48.41	50.3
買掛日	14.90	12.09	11.44	10.76	10.6
現金回転率	86.10	98.63	104.98	103.59	115.8
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	14.7%	24.1%	15.1%	17.2%	19.4%
税引後利益/株主資本(%)	26.9%	37.1%	41.8%	46.3%	44.9%
税引後利益/総資産	15.5%	22.1%	25.8%	28.9%	28.2%
資産運用による収益/売上	17.9%	29.4%	17.7%	19.4%	21.9%
5. DuPont モデル					
総資産/株主資本	1.82	1.65	1.63	1.56	1.49
収入/総資産	1.63	1.58	1.66	1.62	1.49
EBIT/収入	12.2%	17.1%	18.9%	21.5%	22.6%
EBT/EBIT	93.6%	96.4%	96.8%	97.0%	96.9%
利鞘/税引前利益	83.2%	84.7%	85.0%	85.6%	86.5%
6. 評価					
PE	11.89	6.83	5.86	5.00	-
PB	2.92	2.20	2.11	1.92	-

流動比率と当座比率は安全な水準で留まっている。

稼働能力は低下した。特に、在庫日は大きく増加した。

利益性は前四半期比良い水準で維持している。

2019年9月23日

VHC_ビンホアン株式会社

BSC

EPS	1.13	0.95	0.91	0.89	-
簿価	8.97	5.71	5.07	4.72	-
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	-1.6%	23.8%	25.2%	26.4%	19.5%
負債	-23.4%	8.4%	7.9%	-7.6%	-15.5%
売上高	17.3%	25.9%	27.5%	-0.8%	-5.2%
売上総利益率	-6.7%	160.4%	62.0%	66.0%	-5.3%
税引後利益	10.8%	260.5%	126.2%	213.9%	19.2%
EPS	11.1%	260.5%	123.6%	213.8%	19.2%

2019年9月23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。

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>

