

業界: 食品・飲料業

推奨

観察

サイゴンビール・アルコール飲料総公社 (HSX: SAB)
成功の酵母

現値:	188,200	レポート作成日:	16/09/2020
前理論価格	161,100	流行中株数(100万)	641.28
新理論価格:	193,300	時価総額(10億ドン)	122,805
配当率	1.8%	過去6ヶ月平均売買高:	138
上昇率	+2.7%	外国人投資家保有率	36.76%

株主構成

Vietnam Beverage 会社	53.59%
通産省	36.00%

業界分析:

Mã Tuấn Minh Hiển
(消費財・小売、精糖、建設)
hienmtm@bsc.com.vn

テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
推奨価格: 245,860 VND
損切り値: 170,000 VND

評価

- BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく SAB の理論株価を 2020 年 9 月 15 日の終値比 2.7%増の 19 万 3,300VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。
- 我々は、SAB が (1) 広告プログラムとプロモーションを通じて消費者の需要を刺激すること、(2) 在庫品と効果的な有効販売チャネルの再編成を実施すること、(3) サベコ 4.0 プログラムを導入したこと及び安原材料価格から恩恵を受けることのおかげでコストの最適化だという要素に基づく回復すると期待するため、PE を引き上げた。

業績予測

- BSC は SAB の 2020 年業績予測を再評価しております。それによると、BSC は、2020 年には、収入を前年比 26.6%減の 28 兆 20 億ドン、税引収益を同 18.5%減の 4 兆 3,750 億万ドン、EPS を 6,143VND/株、PE fw を 31.3x、PBfw を 5.6x と予測しております。

事業傾向

- SCIC は 2020 年第 4 四半期に SAB から資金を回収する。

リスク

- 外国企業と競争が厳しい
- 議定第 100 号は国民のビール消費に影響を与える。

企業アップデート

- 2020 年 6 ヶ月には、SAB の収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比 34%減の 12 兆 1,230 億ドン年間計画の 50.9%で、同 31%減の 1 兆 9,326 万億ドン同 59%を達成した。全国隔離措置がオン・取引 (On-trade) チャンネルに悪影響を与えたこと及びビール消費量が 2020 年第 1 四半期に議定第 100/2020 に減少した背景には、2020 年上半年は SAB の困難な期間である。
- 適当な戦略のおかげで、回復のシグナルは 2020 年第 2 四半期から始まった。それによると、収入は前年同期比-21.7%減、前四半期比+45%増の 7 兆 1,850 万ドンを達した。

株価の推移



P/E

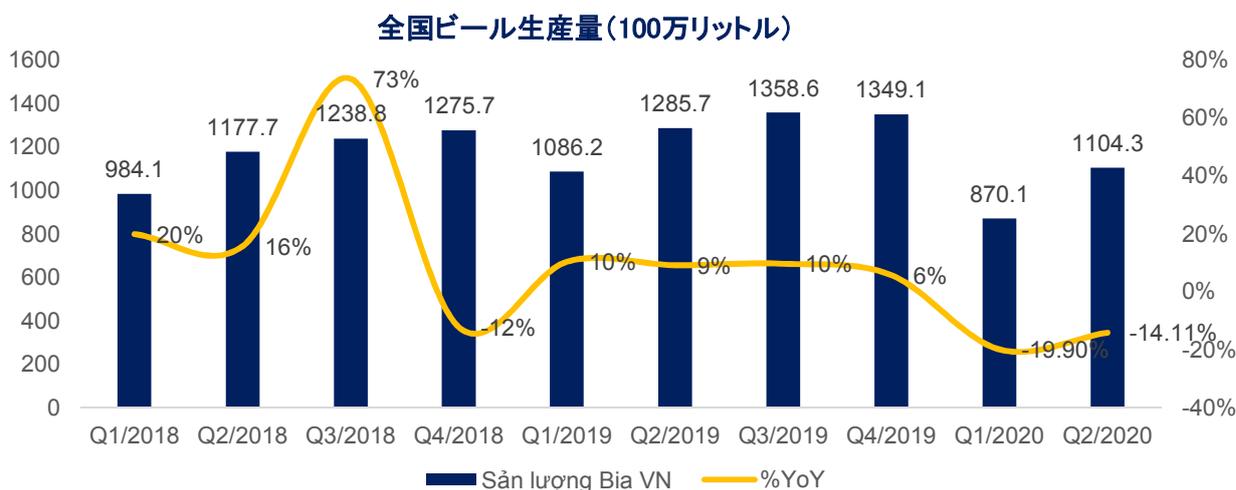


- 2020年下半期の業績見通しは2020年上半期より前向きになると予測されている。そのうち、売上高と税引後利益はそれぞれ前年同期比-19%減の15兆8,780億ドンで、同-4%減の2兆4,410億ドンを達すと推定された。

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	28.43	31.3	33.2	14.1	収入	36,043	38,134	28,002	30,395
P/B (x)	7.1	5.6	7.8	1.9	売上総利益	8,084	9,551	8,251	9,024
EV/EBITDA (x)	14.7	9.4	10.2	1.4	税引後利益	4,403	5,370	4,375	4,977
ROS (%)	14.1%	15.6%	12.5%	13.6%	EPS	6,190	7,488	6,143	7,047
ROA (%)	20.5%	14.8%	11.1%	2.4%	売上総利益	22.4%	25.0%	29.5%	29.7%
ROE (%)	27.9%	19.6%	19.2%	11.7%	純借入/株主資本	5.7%	6.8%	5.4%	4.6%

ベトナムビール市場は新型コロナウイルス感染の後、回復シグナルを見せた。

統計総局(GSO)によると、2020年の8ヶ月における全国でのビール生産総量は前年同期比14%減の28億1,500万リットを達すと推定された。そのうち、全国でのビール生産総量は第1四半期では同-19.9%減で、第2四半期では同14.1%減で、第3四半期の2ヶ月では同9.1%減の8億4,010万リットを達すと推定された。生産量の減少幅が縮小しているのはビール市場が回復していると示した。そのために、BSCは2020年下半期のビール生産量は前年同期比は5~10%減少する可能性があると予測しております。



ソース: GSO.

SAB の 2020 年上半期業績アップデート

ソース: SAB, BSC Research.

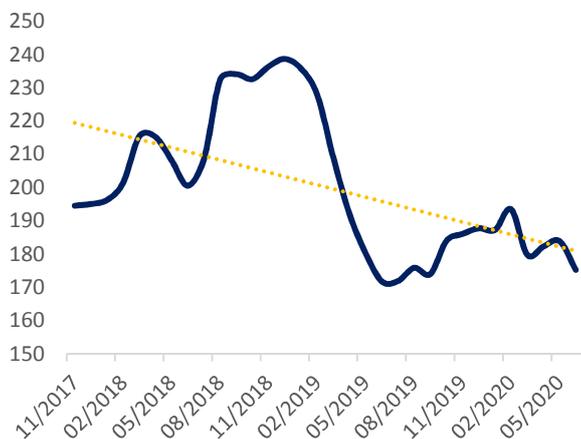
2020年6ヶ月には、SABの収入及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比34%減の12兆1,230億ドン年間計画の50.9%で、同31%減の1兆9,326万億ドン同59%を達成した。全国隔離措置がオン・取引(On-trade)チャンネルに悪影響を与えたこと及びビール消費量が2020年第1四半期に議定第100/2020に減少した背景には、2020年上半期はSABの困難な期間である。

しかし、SABの2020年第2四半期業績は改善された。SABの収入は前年同期比-21.7%減、前四半期+45%増の7兆1,850億ドンに達した。

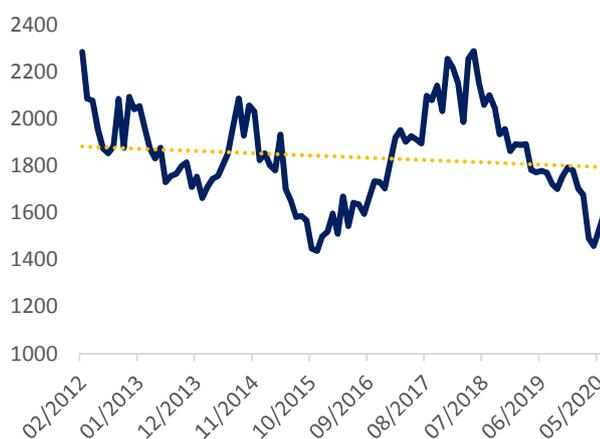
売上総利益率は原材料価格の引下げで改善された。SABが麦価格が-46%減の175.2ドル/t、アルミ価格が-10.7%減の1,570ドル/tという原料価格の引き下げから恩恵を受けたことで、売上総利益率が30.7%となった。

ビジネスワイヤ(BusinessWire)の分析によると、世界ビール業の2020年消費総額は2,165億ドルで、年平均成長率(CAGR)が0.5%となった。BSCは2020年下半期には、麦価格が175~190ドル/tの安い水準で推移し、ビール業界の売上総利益率が33~34%で留まる可能性があると評価しております。

世界の平均値の麦(ドル/t)



直近4年間世界のアルミの平均値は安いレベルにある



ソース: Bloomberg

困難な背景には、2020年上半期の税引後利益は前年同期比-31.4%と大幅に減少した。2020年第2四半期の税引後利益は前年同期比-20.5%減の1兆2,150億ドンで、2020年第1四半期の-44.4%から回復した。2020年上半期には、BSCは、短中期的な財務投資が13兆3,000億ドンとなったことで、財務事業による収入は前年同期比+33.6%増

の4,957億ドンと大幅に上昇したことを注目しております。また、政府の税納付延期政策のおかげで、2020年第2四半期の税金率は17.4%で、前年同期の18.2%から減速した。

サベコは2020年下半期に回復するための適当な戦略がある。

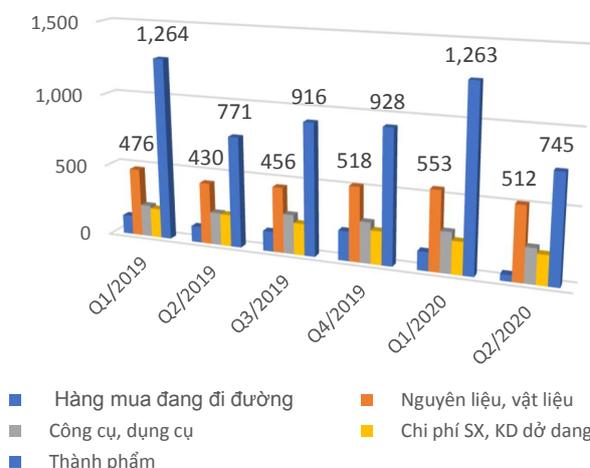
(1)SABは2020年上半期には、ビールの種類の平均販売価格を1~2%に上げた。SABはHeineken、Budweiserなどの外国競合会社に競争と直接競争するために、高級な顧客に向けてプレミアムビールで高級区分を追加した。代表者によると、Saigon Special、333、Exportなどの新イメージ及びLac Vietビール新規製品が顧客の注意を誘致したことで、シェアは第2四半期に増加した。

2020年にSABのLac Vietビール新商品

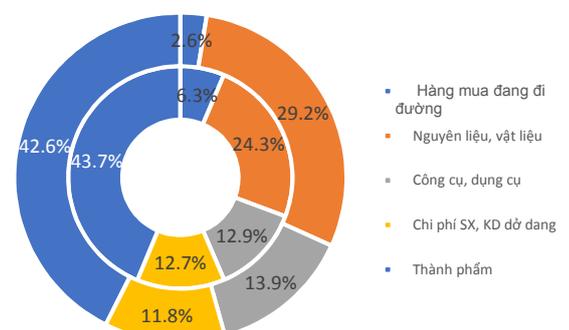


(2)在庫品再構成:在庫品を減らすために完成品の売却を強化し、今後数年間の生産のため低価格で原材料の購入活動を促進します。具体的には、完成品の総額は前年同期比-3.4%減、前四半期比-41%減の7,450億ドンで、在庫品の42.6%を占めた。また、原材料の総額は前年同期比+19%増の5,117億ドンで、在庫品の29.2%を占めた。

SABの2020年在庫品総額(10億ドン)



SABの2020年第2四半期在庫品再構成(%)

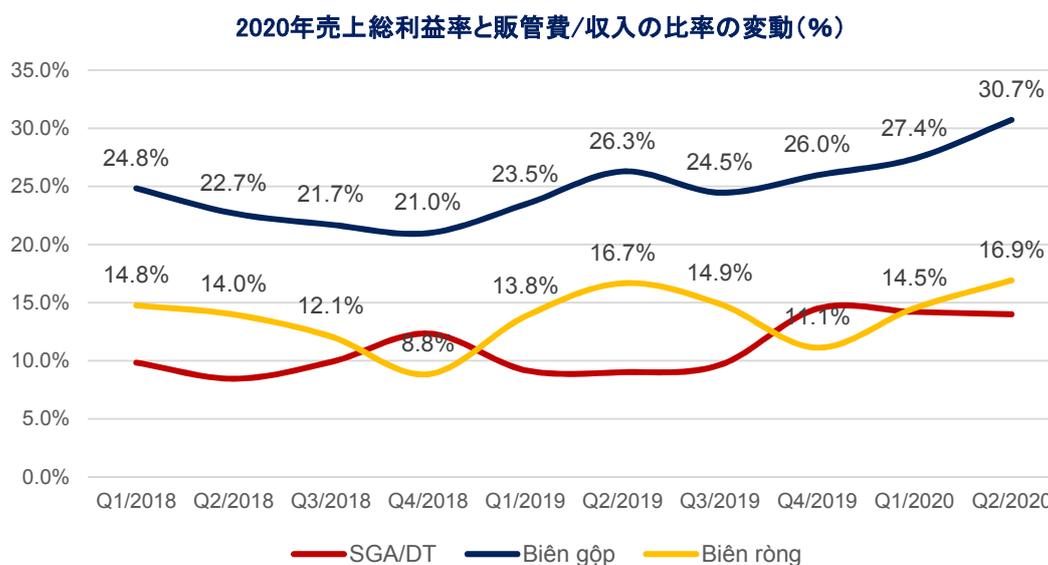


ソース: SAB

(3)2020年末の時点で収入を増やすために広告とプロモーションプログラムを強化する。SABは収益を増やし消費を刺激するための広告とプロモーションを強化している。そのために、2020年下半期には、販管費用／収入の比率は14.5～15%に増加する可能性がある。2020年上半期にSABは広告とキャンペーンの経費を前年同期比+26.9%増の7,660億ドンに増加したことで、販管費用／収入の比率は14%で、前年同期の9%から増加した。

サベコ4.0プログラムで科学技術の投資。SABは2020年初から管理運営費用を最適化するために、科学技術に投資してきた。そのために、BSCは2021年～2024年間における販管費用／収入の比率は10～13%で安定的な水準で留まると予測しております。

(4)販売チャネルの戦略変更:SABは販売チャネルを以下の通りに変更した。(4.1)人々が外食を制限し、持ち帰り傾向がある背景には、SABはオン・取引(On Trade)という伝統的なチャネルからオフ・取引(Off Trade)という現代なチャネルに変更する。(4.2)市場を広げるために、他の国にビール輸出方法を探す。



2020年業績予測

BSCはSABの2020年業績の予測を再評価しております。それによると、BSCは収入を前年比26.6%減の28兆20億ドン、税引収益を同18.5%減の4兆3,750万ドン、EPSを6,143VND/株、PE fwを31.3x、PBfwを5.6xと予測しております。BSCは以下の仮定を基づく収入及び税引後利益の成長率を前回の予想から-8%と-11.4%に下方修正した。

(1) 新型コロナウイルス感染症の流行によりお酒とビールの飲みを制限し、店舗を閉鎖したのはオン・トレードに影響を与えた。そのために、ビール事業の収入は前年比-

25.5%減の 24 兆 3,570 億ドンで、他の事業は前年比 10~35%減となった。2020 年下半期には、ビール事業の収入は前年同期比-18.5%減の 13 兆 5,810 億ドンに達すると期待されています。

(2) SAB の売上総利益率は、原材料価格の低さ、必要がない経費の削減から恩恵を受けたビール事業のおかげで、29.5%に増加した。そのうち、ビール事業の 2020 年売上総利益率は 32.7%で、前年の 29.2%から増加する可能性がある。

(3) 2020 年販管費用／売上高の比率は 2020 年 14.6%となる。BSC 証券は、SAB が第 4 四半期に年末と来年初消費奨励の為に多くのキャンペーンを実施すると注意しております。

(4) 資産運用による収益は金融投資が 13 兆 VND を超えることで、前年比+15%増の 9,880 億ドンに達する可能性がある。

単位:10 億ドン	FY 2018	FY 2019	FY 2020 Cũ	FY 2020	FY 2021E
売上高	36,043	38,134	30,233	28,002	30,395
前年比	4.7%	5.8%	-20.2%	-26.6%	8.5%
ビール	30,791	32,714	24,863	24,359	26,088
包装	4,816	4,991	5,172	3,244	3,893
その他	436	429	199	399	413
売上総利益	8,179	9,785	7,761	8,251	9,024
ビール	8,041	9,541	7,575	7,959	8,733
包装	(36)	58	72	127	154
その他	174	186	107	165	137
売上総利益率	22.7%	25.7%	25.7%	29.5%	29.7%
ビール	26.1%	29.2%	29.2%	32.7%	33.5%
包装	-0.7%	1.2%	2.0%	3.9%	4.0%
その他	39.9%	43.4%	60.2%	41.5%	33.1%
経営活動費用	(3,644)	(4,051)	(3,080)	(4,098)	(4,174)
年販管費用／収入	-10.1%	-10.6%	-10.2%	-14.6%	-13.7%
財務収入	630	890	855	988	1,035
財務費用	(75)	(93)	(93)	(44)	(38)
他の収入	39	12	12	8	9
税引前利益	5,390	6,686	6,145	5,447	6,196

課税費用	(988)	(1,316)	(1,210)	(1,072)	(1,220)
税引後利益	4,403	5,370	4,936	4,375	4,977
少数株主と税引後利益	4,177	5,053	4,683	4,117	4,722
前年比	-11.3%	21.0%	-7.0%	-18.5%	14.7%
EPS	6,190	7,488	6,939	6,143	7,047

ソース BSC

評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく SAB の理論株価を 2020 年 9 月 15 日の終値比 2.7% 増の 19 万 3,300VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

評価方法	
P/E (50%)	DCF (50%)
	Terminal Value (10 億) 123,703,709
	WACC 10.4%
	g 3.0%
	PV(Terminal Value) 81,529
	PV(FCFF) 2020-2024F 26,916
	キャッシュフロー (10 億) 108,444
	(修正) 17,754
EPS FW 2020-2021 6,595	株主資金 (10 億) 126,199
目標 P/E: 29.0 x	流行中株数 (100 万株) 641.28
目標価格: 191,260	目標価格: 196,790
目標価格: 194,000	日付け: 2020/10/19
Upside 3.1%	

ソース: BSC

1. DCF 方法

我々は SAB が 2021 年～2024 年間に回復できると期待しております。キャッシュフローの平均成長率(CARG)が17%で、長期成長率が3%である。

SAB - DCF 方法	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
売上高	28,002	30,395	33,582	37,148	42,103
EBITDA	4,820	5,540	6,488	7,527	8,896
税引後利益	4,375	4,977	5,798	6,743	8,013
(+) I*(1-T)	35	31	28	26	24
(+) 減価償却	667	691	706	716	716

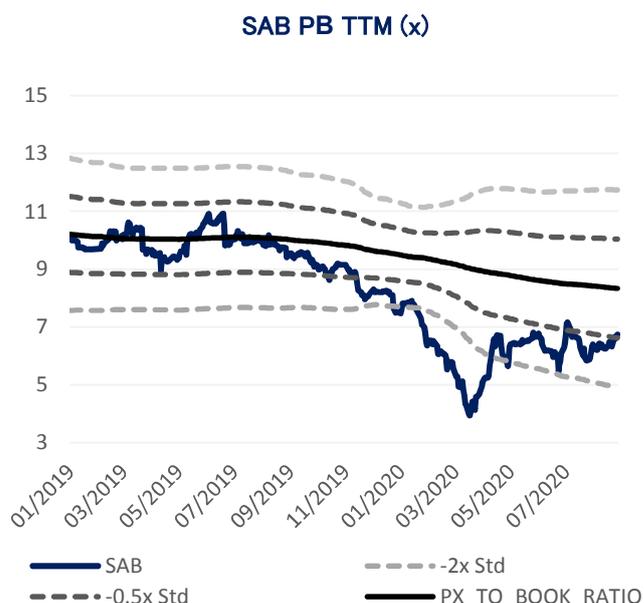
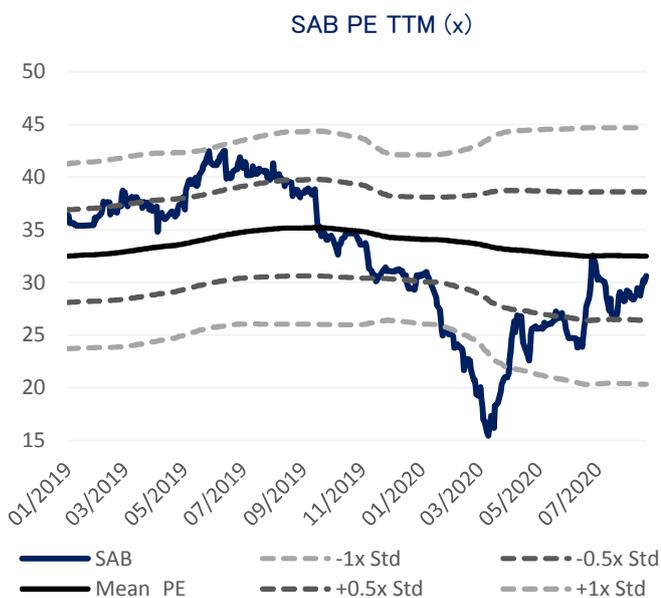
(-) 流動資本の変更	(498)	57	57	429	449
(-) CAPEX	(277)	(210)	(131)	(33)	(291)
FCFF	4,301	5,546	6,459	7,881	8,911
PV (FCFF)	4,214	4,921	5,190	5,735	5,873

SAB の敏感度 - g (%) と WACC (%)

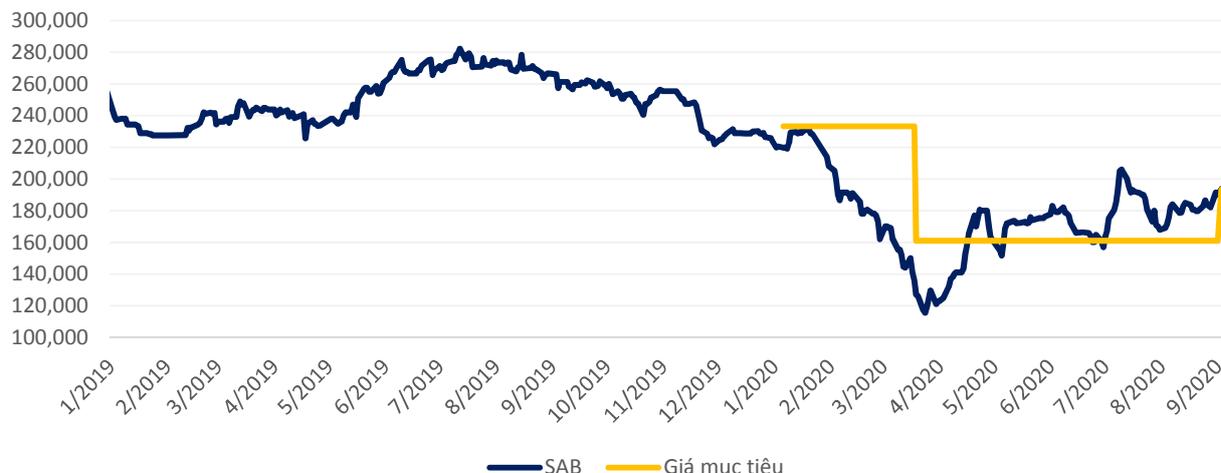
SAB 株価の敏感度	WACC						
	11.9%	11.4%	10.9%	10.4%	9.9%	9.4%	8.9%
g							
1.5%	153,950	159,880	166,480	173,870	182,190	191,610	202,360
2.0%	158,630	165,140	172,410	180,600	189,880	200,470	212,650
2.5%	163,810	170,980	179,050	188,190	198,610	210,610	224,540
3.0%	169,580	177,520	186,520	196,790	208,600	222,330	238,440
3.5%	176,020	184,890	195,000	206,640	220,150	236,020	254,910
4.0%	183,290	193,250	204,710	218,020	233,650	252,250	274,720
4.5%	191,530	202,820	215,930	231,330	249,640	271,770	299,010

2. P/E 方法:

BSC 証券は、2020年～2021年の期間における SAB の PE 目標は(1)(1) 広告プログラムとプロモーションを通じて消費者の需要を刺激すること、(2) 在庫品と効果的な有効販売チャネルの再編成を実施すること、(3) サベコ 4.0 プログラムを導入したこと及び安原材料価格から恩恵を受けることのおかげでコストの最適化だという要素を基づく、29xで、前レポートの 24xより高いと設定しております。



SABの過去価格と目標価格(VND)



地域における同業界の企業

(Đơn vị: Triệu USD)		Tình Hình Tài Chính				Chỉ Số Lợi Nhuận					Định Giá		
Tên Doanh Nghiệp	Mã CP	Vốn hóa	Tài Sản	VCSH	Nợ/VCSH (%)	DT	LNST	Biên Gộp (%)	Biên Ròng	ROA (%)	ROE (%)	PE (x)	PB (x)
Thai Beverage	THBEV SP	11336	13312	4914	149.1	8441.5	740.9	28.9	8.8	5.7	19.2	15.1	2.6
Tsingtao Beverage	600600 CH	15731	5358	2860	3.3	4051.7	276.3	39.0	6.8	5.4	9.9	77.9	6.3
United Beverage	UBBL IN	3754	736	467	2.6	918.4	60.3	N/A	6.6	11.1	19.2	64.4	7.8
ChongQing Beverage	600132 CH	6407	505	217	20.9	518.6	66.7	41.7	12.9	17.1	48.8	65.9	44.6
Carlsberg Beverage Malaysia	CAB MK	1601	166	38	41.4	544.8	70.2	31.8	12.9	40.6	200.6	30.1	36.9
Heineken Malaysia	HEIM MK	1492	269	96	28.3	560.2	75.6	30.6	13.5	35.7	93.0	26.7	14.4
Hanoi Beer Alcohol & Beverage	BHN VN	510	335	224	12.2	401.9	23.0	26.3	5.6	5.2	10.9	33.2	2.5
Saigon Beer Alcohol & Beverage	SAB VN	5100	1163	866	3.8	1631.8	217.5	25.2	12.6	20.6	28.4	29.1	6.4
	Trung vị	3754	505	224	20.9	560.2	70.2	31.2	8.8	11.1	19.2	33.2	7.8
	Trung bình	5833	2955	1259	36.8	2205.3	187.6	33.0	9.6	17.3	57.4	44.7	16.5

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
売上高	36,043	38,134	28,002	30,395
売上原価	27,864	(28,348)	(19,578)	(21,184)
売上総利益	8,084	9,551	8,251	9,024
販売費用	(2,731)	(3,003)	(3,098)	(3,150)
企業管理費用	(913)	(1,048)	(1,000)	(1,024)
営業利益/損失	4,440	5,499	4,153	4,849
金融活動収益	630	890	988	1,035
金融活動費用	(75)	(93)	(44)	(38)
借入費用	(35)	(37)	(44)	(38)
営業利益/損失	355	378	340	340
他の収益	39	12	8	9
税引前利益	5,390	6,686	5,447	6,196
法人税額	(988)	(1,316)	(1,072)	(1,220)
税引後利益	4,403	5,370	4,375	4,977
少数株主持分	225	317	258	255
少数株主税引後利益	4,177	5,053	4,117	4,722
EBITDA	5,075	6,147	4,820	5,540
EPS	6,190	7,488	6,143	7,047

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
税引後利益	5,390	6,686	5,447	6,196
原価償却及び割当て	635	647	667	691
流動資本変更	684	236	(498)	57
他の修正	(1,517)	(1,695)	(1,376)	(1,518)
営業活動からキャッシュフロー	4,515	5,002	3,252	4,386
固定資産購入額	(290)	(263)	(277)	(210)
他の投資金	(21)	(3,843)	1,240	(1,705)
投資活動からキャッシュフロー	(311)	(4,106)	963	(1,915)
配当金	(3,889)	(1,137)	(2,244)	(2,244)
借入から金額	3,256	3,236	(168)	(78)
他の未収金	-	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	(4,005)	(1,247)	(2,413)	(2,323)
初期キャッシュフロー	4,269	4,467	4,116	5,918
内期キャッシュフロー	199	(352)	1,802	147
最後期キャッシュフロー	4,467	4,116	5,918	6,065

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021
現金及び現金相当	4,467	4,116	5,918	6,065
短期投資	7,544	12,393	11,154	12,269
短期未収金	766	569	690	666
棚卸資産	1,814	1,967	1,573	1,665

指数(%)	2018	2019	2020	2021
支払能力				
流動比率	2.48	3.15	3.59	4.02
当座比率	2.16	2.81	3.03	3.17

その他流動資産	99	120	126	137
他流動資産	14,690	19,165	21,030	24,112
有形資産	55	58	58	58
原価償却	3,615	3,744	3,343	2,856
建設中非流動資産	144	308	319	325
長期投資	952	942	1,083	1,083
他の非流動資産	786	574	574	574
非流動資産	7,677	7,798	7,550	7,068
総資産	22,367	26,962	28,580	31,180
買掛金	2,027	2,427	1,663	1,799
短期借入	594	561	392	314
他の短期借入	3,082	2,805	3,483	3,548
短期借入総額	5,926	6,088	5,854	6,000
長期借入	15	494	494	494
他の長期借入	315	304	304	304
長期借入総額	329	798	798	798
負債総額	6,255	6,886	6,652	6,799
出資金	6,413	6,413	6,413	6,413
株式会社化による資本剰余金	3	3	3	3
未処分利益	7,474	11,232	13,083	15,537
他の株主資本	1,130	1,130	1,131	1,131
少数株主持分	1,132	1,271	1,271	1,271
株主資本総額	16,178	20,076	21,928	24,382
総資本	22,433	26,962	28,580	31,180
流行中株数	641	641	641	641

資本構成				
負債比率/総資産	0.04	0.05	0.04	0.04
負債比率/株主資本	0.06	0.07	0.05	0.05

稼働能力				
棚卸資産回転期間	18.37	18.83	20.50	20.00
売掛金回収期間	7.75	5.44	9.00	8.00
買掛金回収期間	26.56	31.25	31.00	31.00
現金回転率	(0.43)	(6.98)	(1.50)	(3.00)

利益性				
売上総利益率	0.22	0.25	0.29	0.30
税引後利益率	0.12	0.14	0.16	0.16
ROE	0.27	0.28	0.20	0.20
ROA	0.19	0.20	0.15	0.16

評価				
PE	42.97	29.92	31.29	27.27
PB	10.54	7.16	5.62	5.06

成長率(前年同期比)				
売上高	4.7%	5.8%	-26.6%	8.5%
税引後利益	-13.2%	23.9%	-24.5%	16.8%
税引前利益	-11.3%	24.0%	-18.5%	13.8%
EPS	-10.5%	21.0%	-18.0%	14.7%

ソース: BSC Research.

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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESPBSCV <GO>

