

推奨

買い

ビンホアン株式会社 (HSX: VHC) 困難期間の後回復

現値:	62,500	レポート作成日:	29/10/2021	株主構成	
前理論価格	61,000	流行中株数(100万)	182	Trương Thị Lệ Khanh	43.1%
前理論価格	80,100	時価総額(10億ドン)	10,916	Mitsubishi Corporation	6.5%
配当率	0%	過去6ヶ月平均売買高	1,536,910	ベトナム投資ファンド	4.9%
上昇率	26%	外国人投資家保有率	25.79%	Võ Phú Đức	1.5%

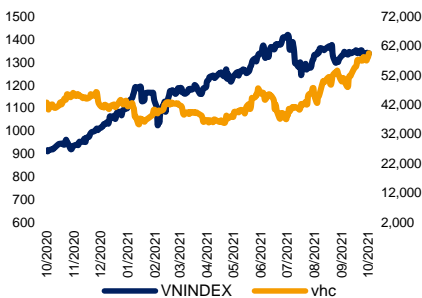
分析者:

Nguyễn Thị Cẩm Tú, CFA
(IT、水産、繊維・アパレル)
tuntc@bsc.com.vn

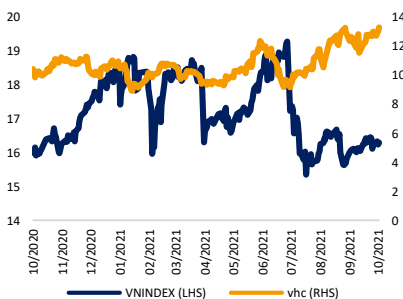
テクニク分析:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn
推奨価格: N/A
損切り値:58,500VND/株

株価の推移



PEの推移



評価

- BSCは(1)2021年と2022年の利益をそれぞれ前予測比25%、同+26%に引き上げる、(2)目標P/Eを10.5から11.5に引き上げるという要素を修正した後、VHCの2022年理論価格を2021年10月28日の終値比28%増の80,100VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

- BSCは2021年には、VHCの売上高を前年比28%増の8兆9,770億ドン、税引後利益を同46%増の1兆300億ドン、EPSを5,602VND/株、Pefwを10.9と予測しております。
- BSCは2022年には、VHCの売上高を前年比28%増の11兆5,230億ドン、税引後利益を同34%増の1兆3,730億ドン、EPSfwを7,488VND/株、Pefwを8.1xと予測しております。

リスク

- 水産企業は経営生産活動に戻ったことで、市場シェアが2021年第3四半期のピークから低下する。
- 運賃と投入原材料の価格は急増する。

企業アップデート

- 2021年第3四半期の業績は予想外の収入と利益の成長を示した。収入と税引後利益はそれぞれ、前年比24%増の2兆2,300億ドン、同46%増の2,550億ドンだった。2021年9ヶ月には、VHCの収入と税引後利益はそれぞれ、年間計画の74%と93%を達成した。
- 収入の急増はチャ魚及び水産副産物の輸出額が2020年の低い水準から回復したことから由来した。チャ魚輸出からの収入が前年同期比+26%増の1兆5,020億ドン、水産副産物からの収入が同+26%増の1,660億ドンを達した。

- 収入の成長は利益より遅くなった。原因は(1)売上総利益率が平均販売価格の上昇で 12.7%から 18.3%に上昇した、(2)輸送運賃が高騰したため。

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	10.4	13.7	13.7	16.8
PB (x)	1.4	1.9	1.2	2.4
PS (x)	1.0	1.4	0.7	2.0
ROE (%)	14.0%	13.8%	5.7%	15.0%
ROA (%)	10.2%	9.9%	1.3%	2.4%

	2019	2020	2021F	2022F
収入	7,867	7,037	8,977	11,523
売上総利益	1,533	1,001	1,637	2,299
税引後利益	1,179	704	1,030	1,373
EPS	12,559	3,874	5,602	7,488
EPS 成長率	-19%	-69%	44%	34%
純借入/株主資本	36%	69%	35%	36%

I. 2021年第3四半期の業績アップデート

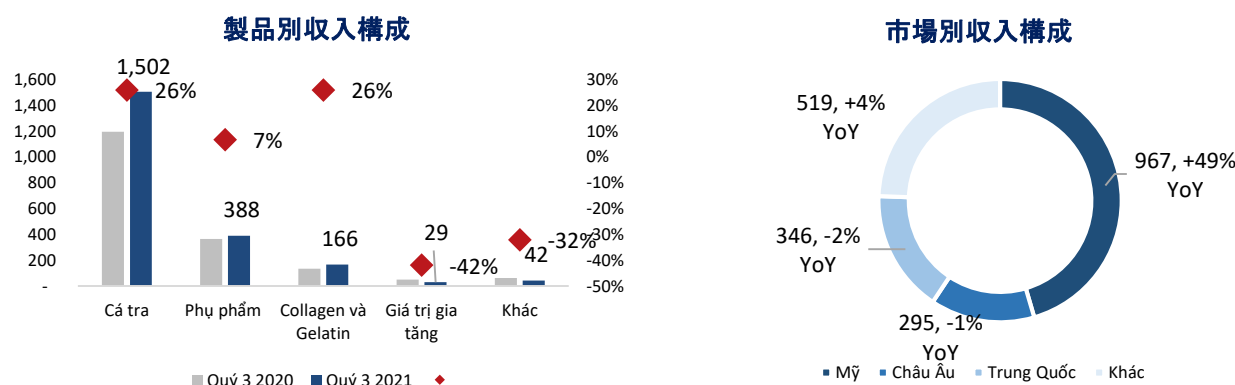
チャー魚事業が 2021 年第 3 四半期に困難を直面した背景には、VHC の 2021 年第 3 四半期収入及び利益は大幅に上昇した。VHC の収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 24%増の 2 兆 2,300 億ドンで年間計画の 74%を達成し、同+46%増の 2,550 億ドンで同 93%を達成した。

収入の急増はチャー魚及び水産副産物という重要な商品からの収入の急増から由来した。チャー魚製品とゼラチン製品の収入がそれぞれ前年同期比+26%増、同 26%増となった。

+チャー魚製品では、2021 年第 3 四半期には生産工場の生産能力は 60%で稼働したが、米市場は活発になっていることで、VHC のチャー魚輸出価格は 2021 年第 3 四半期に前年同期比 20%増となった。

+ 2021 年第 3 四半期にコラーゲン及びゼラチン輸出事業の収入は前年同期比 20%増となった。

輸出市場では、米市場での 2021 年第 3 四半期輸出収入は前年同期比+49%増の 9,670 億ドンだった。水産企業が社会的隔離期間に運営しなかったことで、受注は VHC に集中して、販売価格も引き上げた。VHC の最大輸出市場は米市場であり、VHC の総収入の 43%を占めている。中国市場とヨーロッパ市場は VHC の総収入の 15%、13%を占めている。



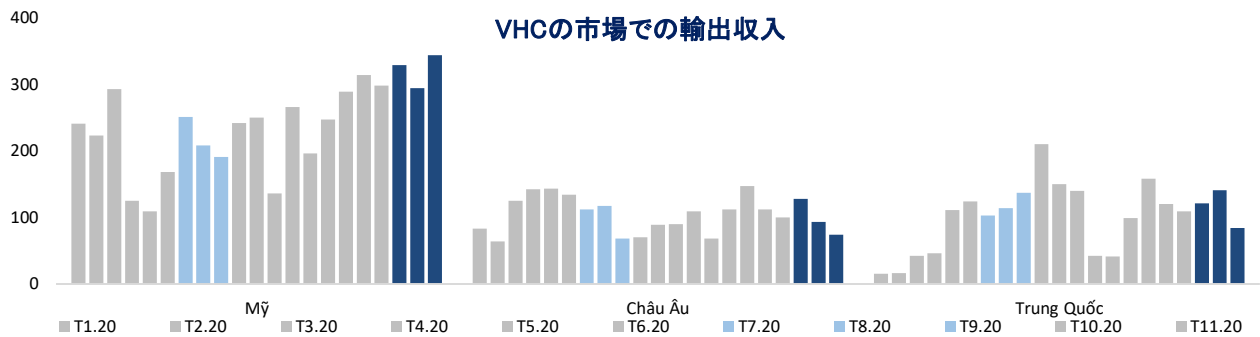
ソース: VHC

収入の成長は利益より遅くなった。原因は以下の通りだ。

+ 売上総利益率が平均販売価格の上昇で 12.7%から 18.3%に上昇した。

+ 輸送運賃が高騰した。

2021年第4四半期の業績見通し。 BSCは、(1)米市場と中国市場での輸出需要は高い水準で留まり、販売価格が引き続き上昇する、(2)多くの水産企業が業界から徹底している背景には、VHCが恩恵を受ける、(3)原材料価格と運賃が引き続き下落するという要素を基づく、VHCの2021年第4四半期業績見通しを「有望」と評価しております。



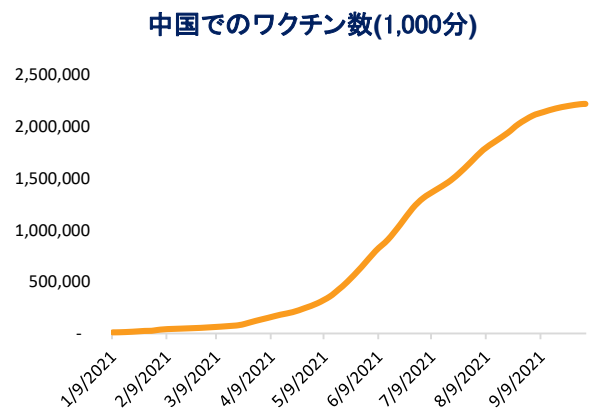
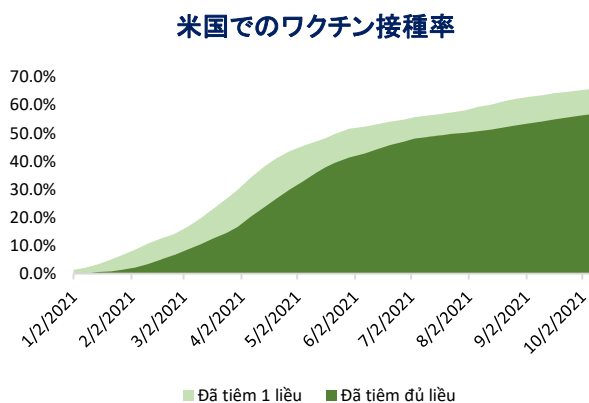
ソース: VHC

II. 2022年業績見通し

BSCはVHCとチャー魚製品事業の2022年見通しを「有望」と評価しております。特に、(1)米市場での販売価格は引き続き上昇している、(2)中国市場は積極的なシグナルを見せている。

1)チャー魚製品事業は病気に影響された後、大きく成長している。

BSCはワクチン接種率が高い水準で留まっていることで、2022年には輸出市場での消費量がプラスになると考えております。米国、中国、ヨーロッパなどの重要な輸出市場での接種率は高い水準で維持している。ワクチン接種は経済活動を維持し、水産製品需要を押し上げると期待されております。



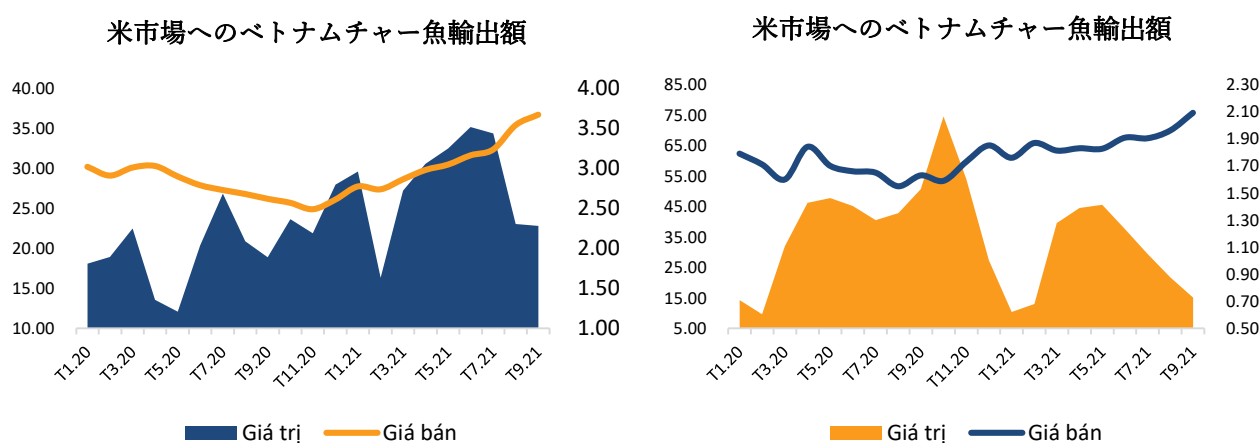
ソース: Our World in Data

米市場と中国市場などの輸出市場は前向きなシグナルを見せている。

+ 米市場: 10月20日の時点では、米市場へのチャー魚輸出額は前年同期比+47%増の2億7,400万ドルだった。販売価格は2021年3月の2.86ドル/キロから3.75ドルに引き上げた。米市場での輸出受注は前向きな状態で維持して、米国での競争企業が生産活動を戻すために時間が必要なので、VHCが大きな恩恵を受けます。

+ 中国市場: 10月20日の時点では、中国市場へのチャー魚輸出額は前年同期比-27%減の2億7,100万ドルだった。9月の販売価格は前月比7%増の1.96ドル/キロだった。

BSCは米国と中国などの重要な輸出市場がベトナムのチャー魚製品の輸入を強化すると期待しております。



ソース: BSC

いくつかの重要な輸出市場へのチャー魚製品の輸出価格

単位: USD/kg	第1四半期の平均輸出価格	第2四半期の平均輸出価格	第3四半期の平均輸出価格	10月の平均輸出価格*	前年比	前月比
米市場	2.80	3.07	3.44	3.75	46%	2%
中国	1.81	1.85	1.96	2.11	33%	1%
EU	2.52	2.41	2.47			
Mexico	1.69	1.74	2.03	2.14	27%	-4%
Brazil	2.19	2.23	2.43	2.64	39%	5%
業界	1.97	2.05	2.22	2.37	36%	3%

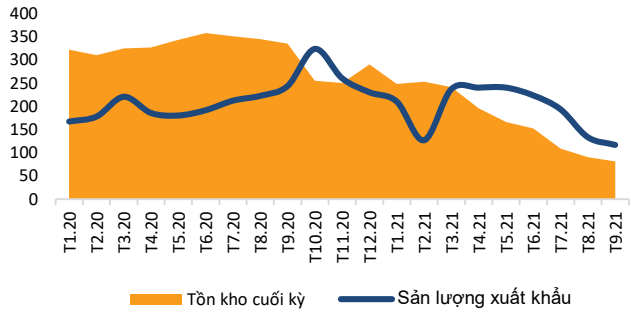
*: データの期間: 1/10 - 20/10

ソース: Agromonitor

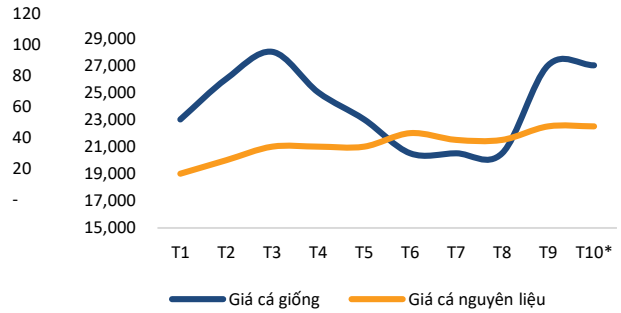
在庫が低い水準で維持しているのは販売価格の引上げに圧力がかかり、輸出需要は成長率を維持している。2021年のチャー魚在庫は81,000tだった。在庫が低い水準で維持しているのは販売価格を上昇させると期待されています。

また、原材料用チャー魚と種魚の価格は小幅に上昇している傾向がある。

チャー魚の在庫と輸出货量



2021年種魚と原材料用チャー魚価格の推移



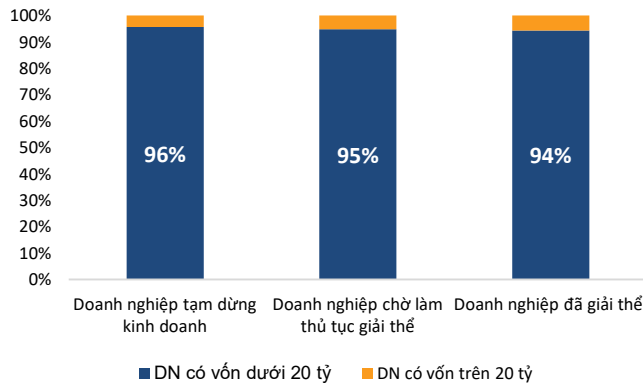
*: データの期間: 10月1日~20日

ソース: BSC

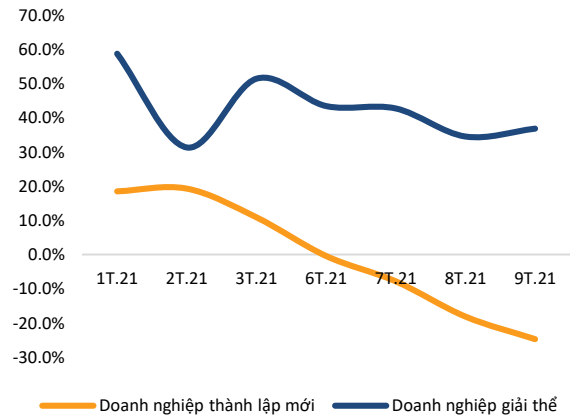
2) VHC は多くの前向きな要素で回復した。VHC は低いレベルの経営から業界の困難な時期を乗り越えた大手な企業である。また、2022年はVHCが新規生態系発展戦略で投資案件を推進する年である。

水産総局によると、2021年9月初の時点で新型コロナウイルス感染症の流行と社会的隔離装置により生産活動を停止した水産企業は449社うちの176社だった。

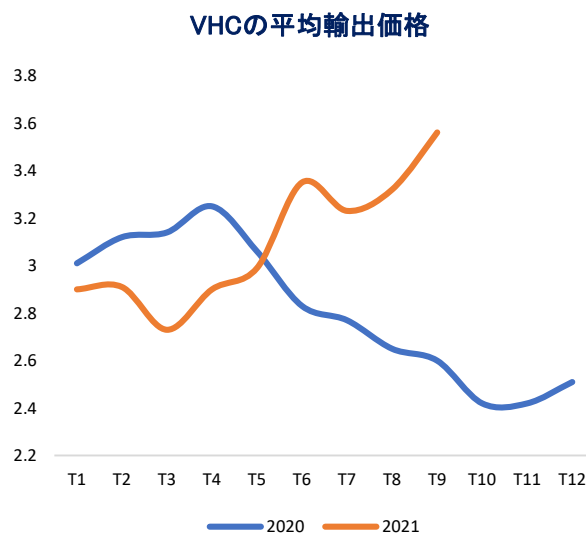
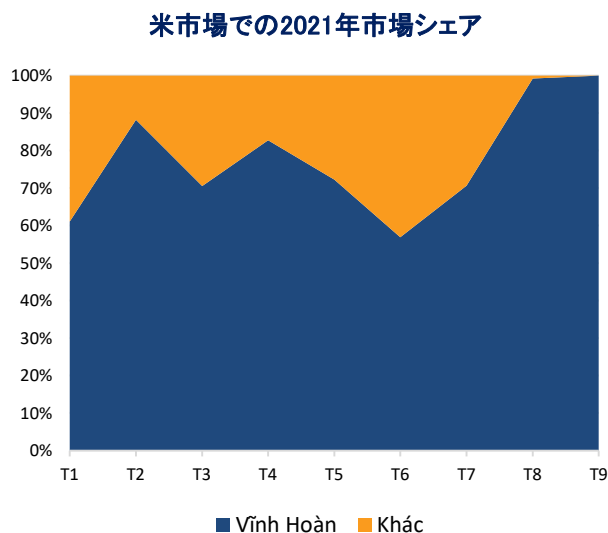
2021年9月時点までの生産活動を一時的に停止し、解散を待ち、解散した水産企業の比率



農林水産業の新規設立／解散の比率



ソース: 経営管理局



ソース: BSC

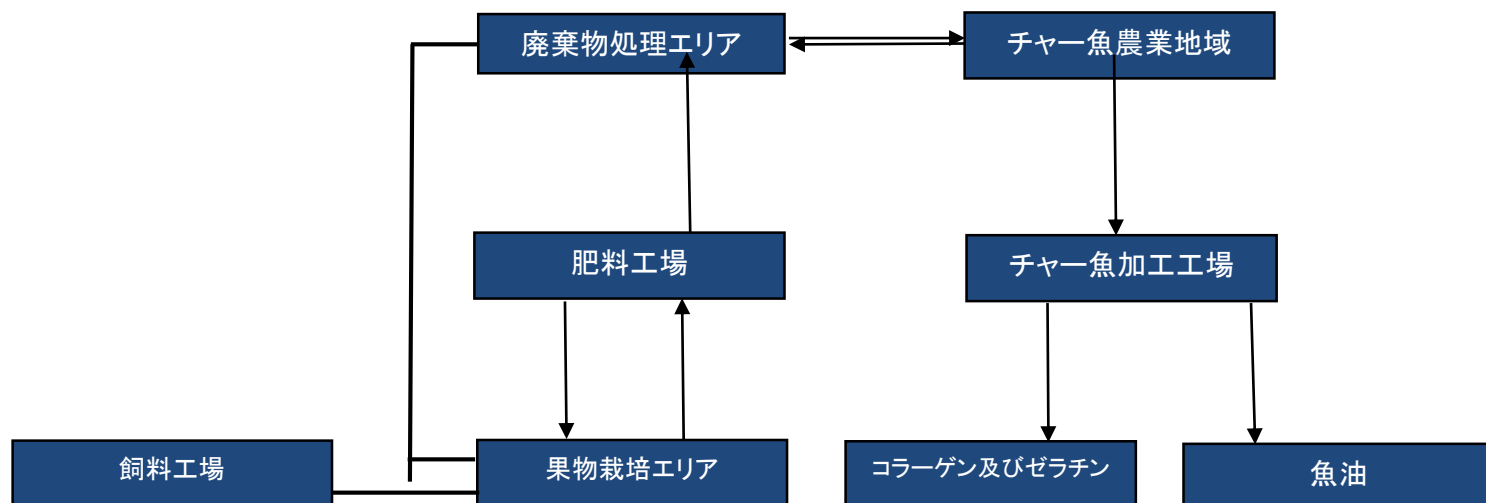
VinhHoan は農業部門の子会社に投資しています

(i) VHC は農業の子会社に投資する。

順番	企業	主な事業	出資額(10 億ドン)	保有率(%)
1	サザン輸出入株式会社(SGC)	バインフォントム(えびせん)	348	51%
2	Thanh Ngoc 農産食品有限会社	野菜の加工と保存	70	70%
3	Vinh Technology	魚からのタンパク質	3.5	100%

(ii) VHC はチャー魚のバリューチェーンに引き続き投資している。

順番	案件	生産能力	投資資本(10 億ドン)	進捗
1	家畜用飼料加工工場	350,000 t/年	500	2021 年第 4 四半期に着工
2	繁殖農場と農業地域		700	2022 年
3	果物栽培エリア		150	2022 年



ソース: VHC

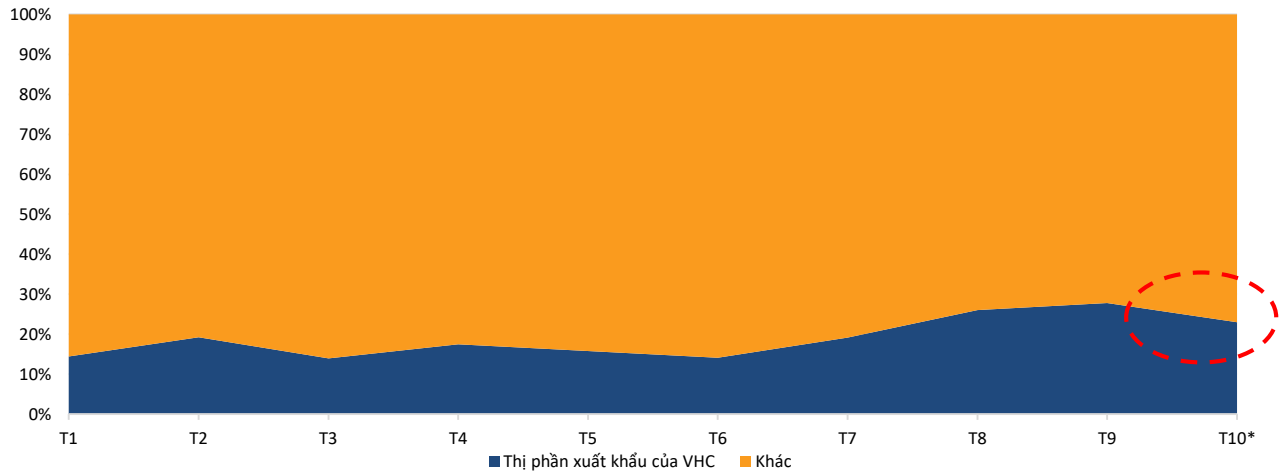
III. リスク

(i)水産企業は生産活動に戻り、市場シェアが2021年第3四半期のピークから低下する。

BSCは2021年第3四半期には、VHCがDong Thap省で事業を維持できた唯一のチャー魚企業であるため、大きな恩恵を受け、2021年第3四半期に好調な業績を達したと考えております。

BSCはこの利点が2021年第4四半期と2022年に引き続き維持されると期待しております。

VHCの2021年輸出シェア



ソース: BSC

*: データの期間: 10月1日~20日

(ii) 運賃と投入材料価格(大豆)が大幅に上昇。

BSCは運賃と投入材料価格が依然としてVHCの事業に対し重要なリスクであると考えております。しかし、BSCは投入材料価格が下落しているシグナルがあると見ている。

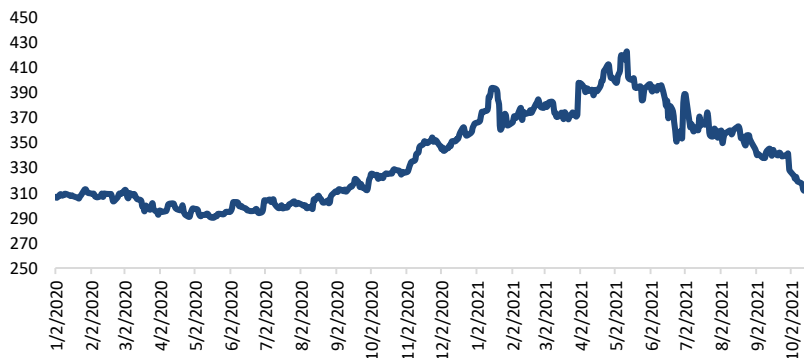
大豆価格は5月に比べて22%減の325ドル/tである。大豆粕価格の下落はチャー魚加工企業に対し前向きな要素であるだろう。

運賃は東南アジア-米国の西部線で下落シグナルを見せているが、東南アジア-北欧諸国線での運賃は高い水準で維持している。

+ 東南アジア-米国の西部線の海上運賃が前月比-13%減、年初比+304%増の17,069USD/40ftだった。

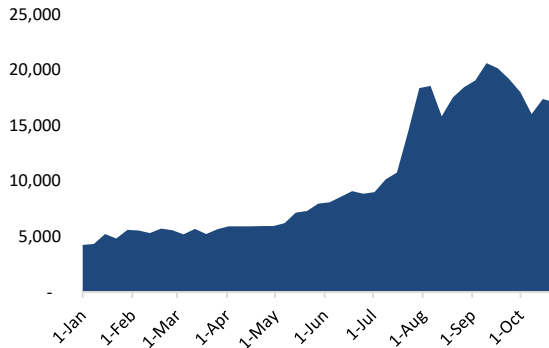
+ 東南アジア-北欧諸国線の海上運賃が前月比+1%増、年初比+144%増の13,305USD/40ftだった。

世界的な大豆価格

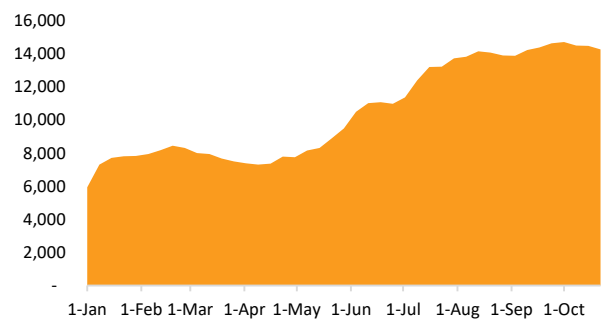


ソース: VHC

2021年の東南アジア-米国線の海上運賃
(USD/40ft)



東南アジア-ヨーロッパ線の海上運賃
(USD/40ft)



ソース: FBX

III. 予測と評価

BSC は 2021 年には、VHC の売上高を前年比 28%増の 8 兆 9,770 億ドン、税引後利益を同 46%増の 1 兆 300 億ドン、EPS を 5,602VND/株、Pefw を 10.9 と予測しております。

+ 2021 年の売上総利益率を 18%に引き上げる。

+ 輸送と保管コストを前予測の 3,930 億ドンから 3,140 億ドンに減少する。

2022 年には、BSC は以下の仮定に基づく、VHC の売上高を前年比 28%増の 11 兆 5,230 億ドン、税引後利益を同 34%増の 1 兆 3,770 億ドンと予測しております。

+ 収入構成: チャー魚の白身魚フィレからの収入が前年比+34%増の 8 兆 7,440 億ドンで、総収入の約 74%を占める。商品からの収入が前年比+20%増の 1 兆 3,900 億ドンで、水産副産物からの収入が同-8%増の 1 兆 2,960 億ドンを達する。

+ BSC は 2022 年の売上総利益率が 20.5%で、2021 年予測の 18.2%から上昇すると予測しております。この予測は輸出市場における販売価格が上昇することから由来する。そ

のうち、米国市場及び中国市場における販売価格はそれぞれ、2021年の価格予測に比べて+13%、+10%増となると予測される。

+ 2022年の販管費用／売上高の比率は収入の6.1%を占めし、2021年予測の6.6%から低下する。

VHCの業績予測

単位:10億ドン	2019	2020	2021F	2022F
売上高	7,867	7,037	8,977	11,523
成長率	-15.1%	-10.5%	27.6%	28.4%
売上原価	(6,334)	(6,036)	(7,339)	(9,224)
売上総利益	1,533	1,001	1,637	2,299
売上総利益率	19.4%	14.2%	18.2%	20.0%
販売費用	(252)	(171)	(314)	(460)
販売費用率	3.2%	2.4%	3.5%	4.0%
一般的な管理費用	(149)	(147)	(191)	(242)
一般的な管理費用率	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
税引前利益	1,309	791	1,212	1,620
税引後利益	1,180	705	1,030	1,377
EPS	12,573	3,953	5,602	7,488

ソース: BSC Research

+ PE方法: BSCはVHCのPEが10.5から11.5に上方修正しております。

PE方法	2020	2021	2022
EPS	3,953	5,602	7,488
PE		11.5	11.5
合理的な価格		64,400	86,100

+ DCF方法:

平均資本コスト

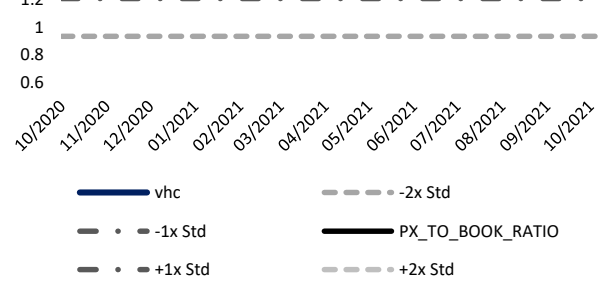
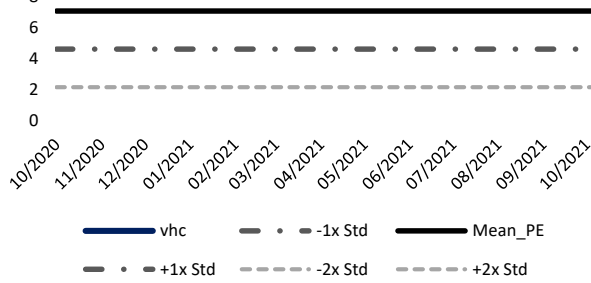
Rf 6%

Beta	0.9
Ke	13.8%
Kd	8%
E/A	60%
税率	20%
WACC	10.4%
g	4%

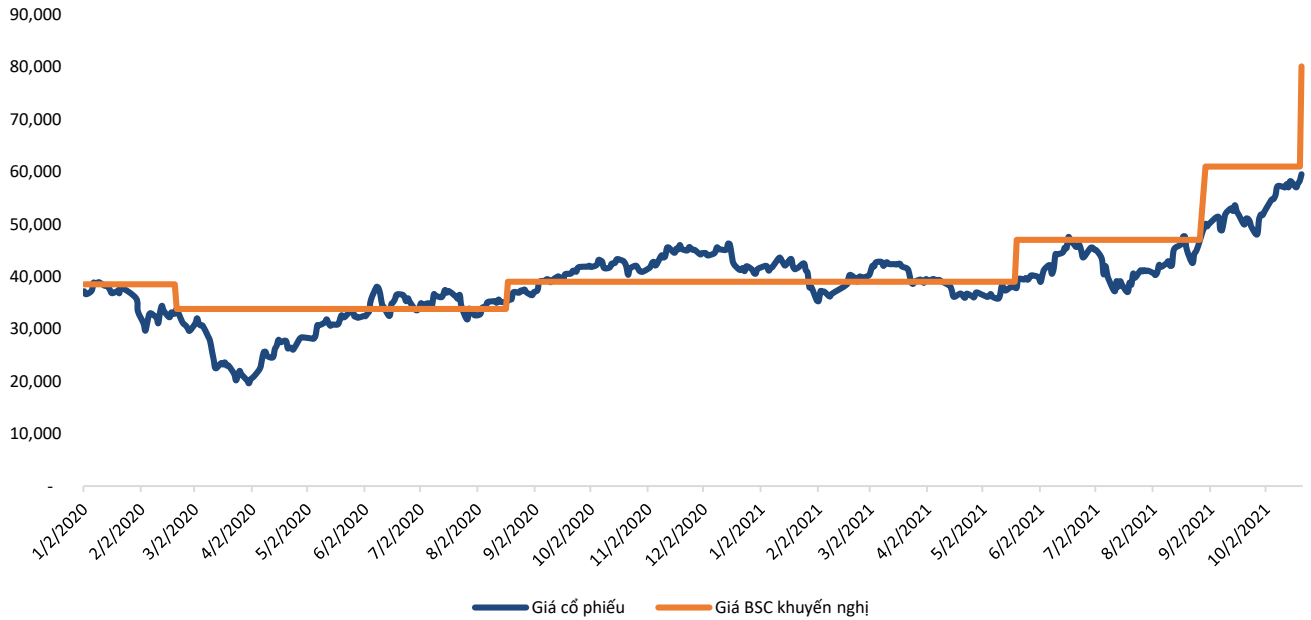
	2021F	2022F	Terminal
フリーキャッシュフロー	308	443	13,057
企業の総価値	15,046		
負債	1,174		
株主資本	13,871		
流行中株数	183,376,956		
株価 (VND/株)	75,700		

	株価	比率	平均価格
FCFF	75,700	60%	45,500
P/E	86,100	40%	34,600
		目標株価	80,100
		現株価	61,100
		Upside	32.0%

BSCはVHCの2022年理論価格を2021年10月28日の終値比28%増の80,100VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。



VHC 株価の推移



付録

業績(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	9,323	7,867	7,037	8,977
売上原価	-7,281	-6,334	-6,036	-7,339
売上総利益	2,042	1,533	1,001	1,637
販売費用	-209	-252	-171	-314
企業管理費用	-142	-149	-47	-191
営業利益/損失	1,747	1,308	808	1,212

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
税引後利益	1,708	1,309	791	1,212
原価償却及び割当て	150	165	200	310
流動資本変更	-863	591	-216	-860
他の修正	-	-	-	-
営業活動からキャッシュフロー	909	1,489	420	810

2021年10月29日 - HSX: VHC

金融活動収益	148	251	233	163
金融活動費用	-178	-90	-107	-93
借入費用	-56	-59	-38	-39
合併・関連会社関連収益	86	14	0	0
他の収益	-39	1	17	0
税引前利益	1,708	1,309	791	1,212
法人税額	-256	-130	-86	-145
税引後利益	1,452	1,179	704	1,030
少数株主持分	0	0	0	0
少数株主利益等控除利益	1,452	1,179	704	1,027
EPS	15,585	12,559	3,874	5,602

固定資産購入額	-741	-378	-605	-850
他の投資額	-136	-365	0	-200
投資活動からキャッシュフロー	-877	-743	310	-1,050
配当金	-369	-185	-363	-366
借入から金額	325	-403	309	140
他の未収金	-	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	-34	-703	-55	-226
初期キャッシュフロー	45	43	86	140
最終期キャッシュフロー	43	86	140	242

バランスシート(10億ドン)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	43	86	40	242
短期投資	608	1,492	1,364	1,491
短期未収金	1,999	1,516	1,698	1,750
棚卸資産	1,377	1,414	1,498	1,239
その他流動資産	103	103	123	123
流動資産	4,130	4,611	4,726	4,848
有形資産	1,407	1,504	1,807	2,094
原価償却	259	335	383	323
建設中非流動資産	396	1	62	62
長期投資	105	154	209	209
他の非流動資産	2,169	2,001	2,465	2,692
総資産	6,299	6,612	7,191	7,540
買掛金	272	282	325	261
短期借入	1,269	866	1,105	1,016
他の短期借入	253	218	127	213
短期借入総額	2,242	1,716	1,944	1,709
長期借入	0	0	69	230
他の長期借入	0	0	0	0
長期借入	33	19	86	245
負債総額	2,275	1,735	2,030	1,954
負債総額	924	1,834	1,834	1,834
出資金	224	224	224	224
株式会社化による資本剰余金	2,876	2,931	3,213	3,442
未処分利益	0	0	0	0
他の株主資本	0	0	0	0
少数株主持分	4,024	4,991	5,161	5,586
株主資本総額	6,299	6,612	7,191	7,540
流行中株数	92.4	183.3	183.3	183.3

指数(%)	2018	2019	2020	2021F
支払能力				
流動比率	1.84	2.69	2.43	2.82
当座比率	1.18	1.80	1.80	1.95

資本構成	2018	2019	2020	2021F
借入/総資産	36%	26%	28%	26%
借入/株主資本	57%	36%	39%	35%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	64.8	80.4	88.1	78.4
売掛金回収期間	61.4	77.6	69.9	67.2
買掛金回収期間	12.7	16.0	18.4	17.6
現金回転率	113.3	142.0	139.5	128

利益性	2018	2019	2020	2021F
売上総利益率	21.9%	19.5%	14.2%	16.5%
税引後利益	15.6%	15.0%	10.0%	10.4%
ROE	41.7%	26.5%	14.0%	15.9%
ROA	25.6%	18.3%	10.2%	12.3%

評価	2018	2019	2020	2021F
PE	8.1	6.1	10.4	10.2
PB	1.7	2.2	1.4	1.3

成長率	2018	2019	2020	2021F
売上高	14.4%	-15.6%	-10.5%	18.9%
税引前利益	136.3%	-23.3%	-39.6%	27.3%
EPS	137.9%	-19.4%	-69.2%	27.3%

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/BIDVSecuritie>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

