

## 推奨 買い ビンホアン株式会社(HSX: VHC)

現値:	68,400	レポート作成日:	14/02/2022	株主構成	
前理論価格	80,100	流行中株数(100万)	182	Trương Thị Lê Khanh	43.1%
前理論価格	91,600	時価総額(10億ドン)	12,499	Mitsubishi Corporation	6.5%
配当率	0%	過去10日間平均売買高	758,470	ベトナム投資ファンド	4.9%
上昇率	33%	外国人投資家保有率	26.33%	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: N/A

### 評価

- BSCは(1)2022年の利益を前予測比8%に引き上げる、(2)目標P/Eを11.5から13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2022年2月11日の終値比33%増の91,600VND/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2022年には、VHCの売上高を前年比28.8%増の11兆5,650億ドン、税引後利益を同36%増の1兆4,880億ドン、EPSfwを8,091VND/株、Pefwを8.5xと予測しております。

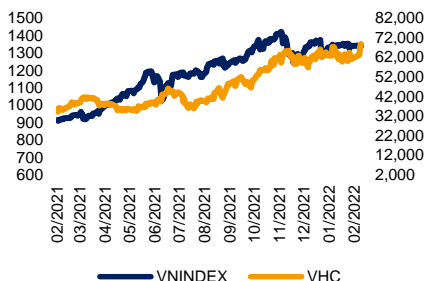
### リスク

- 水産企業は経営生産活動を戻ったことで、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。

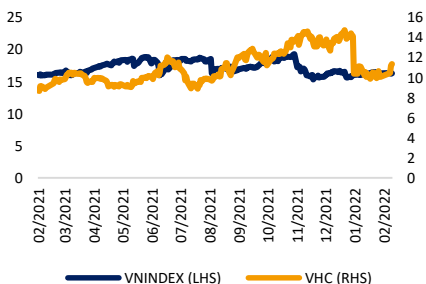
### 企業アップデート

- 2021年の業績は水産業が多くの困難を直面したものの、収入と利益の前向きな成長を示した。VHCの2021年収入と税引後利益はそれぞれ、前年比28.7%増の9兆540億ドン、同57.5%増の1兆1,100億ドンだった。
- 収入の成長は利益より遅くなった。原因は売上総利益率が平均販売価格の上昇で14.2%から19.4%に上昇したことから由来した。BSCは売上総利益率の増加が輸出価格の高騰から由来したと考えております。
- 販管費用が前年同期比75%増となった。

### 株価の推移



### PEの推移



	2020	2021	Peer	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	10.4	11.4	12.6	16.8	収入	7,867	7,037	9,054	11,565
PB (x)	1.4	2.1	1.1	2.4	売上総利益	1,533	1,001	1,752	2,369

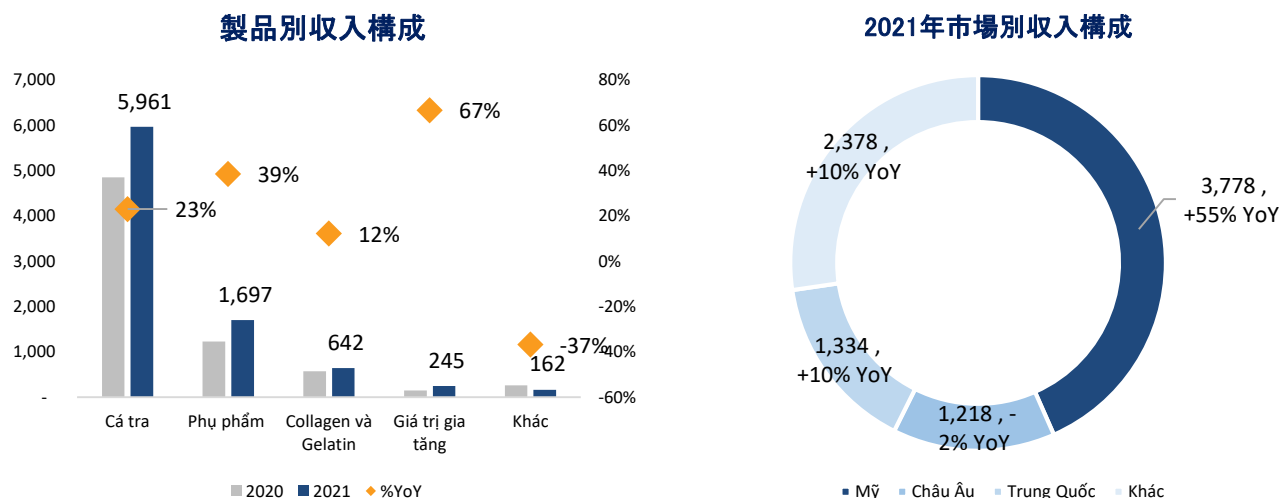
PS (x)	1.0	1.4	0.7	2.0	税引後利益	1,179	704	1,110	1,488
ROE (%)	14.0%	20.1%	6.4%	15.0%	EPS	12,559	3,874	6,052	8,091
ROA (%)	10.2%	13.8%	1.8%	2.4%	EPS 成長率	-19%	-69%	56%	36%
					純借入/株主資本	36%	69%	48%	45%

## I. 2021年の業績アップデート

2021年には、VHCは2021年下半期に好調な業績を達した。VHCの2021年収入と税引後利益はそれぞれ、前年比28.7%増の9兆540億ドン、同57.5%増の1兆1,100億ドンだった。2021年第4四半期単では、収入と税引後利益はそれぞれ、前年同期比38.5%増の2兆6,930億ドン、同3倍増の4,610億ドンだった。

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比+23%増、同39%増となった。コラーゲン・ゼラチン製品は新型コロナウイルス感染症の流行と運賃の影響により低い成長率を記録した。

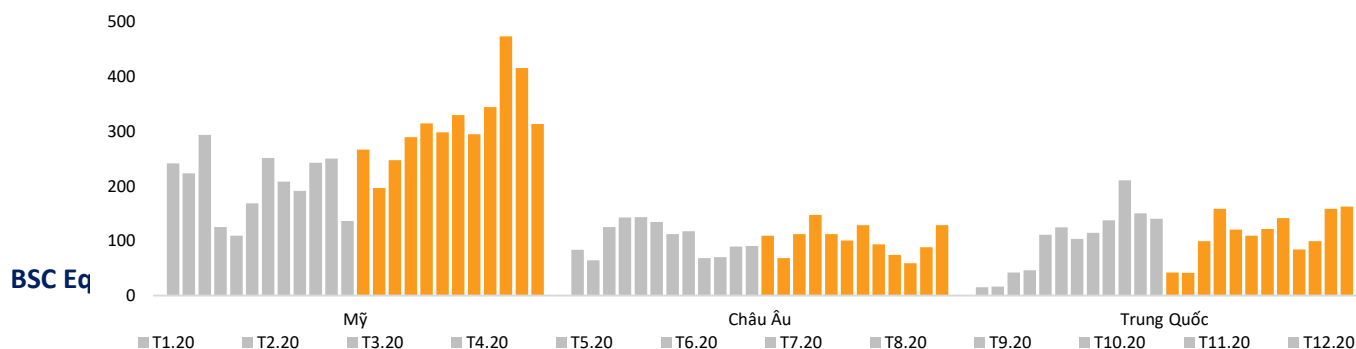
輸出市場では、米市場での2021年輸出収入は前年比+55%増となった。VHCの最大輸出市場は米市場であり、VHCの総収入の42%を占めている。中国市場とヨーロッパ市場はVHCの総収入の15%、13%を占めている。



ソース: VHC

2021年の売上総利益率は平均販売価格の上昇で19.4%で、前年の14.2%から増加した。販管費用は前年比75%増となった。販管費用の増加は輸送と保管のコストが高い運賃により前年比171%増の2,910億ドンを達したということから由来した。

### VHCの輸出収入



ソース: VHC

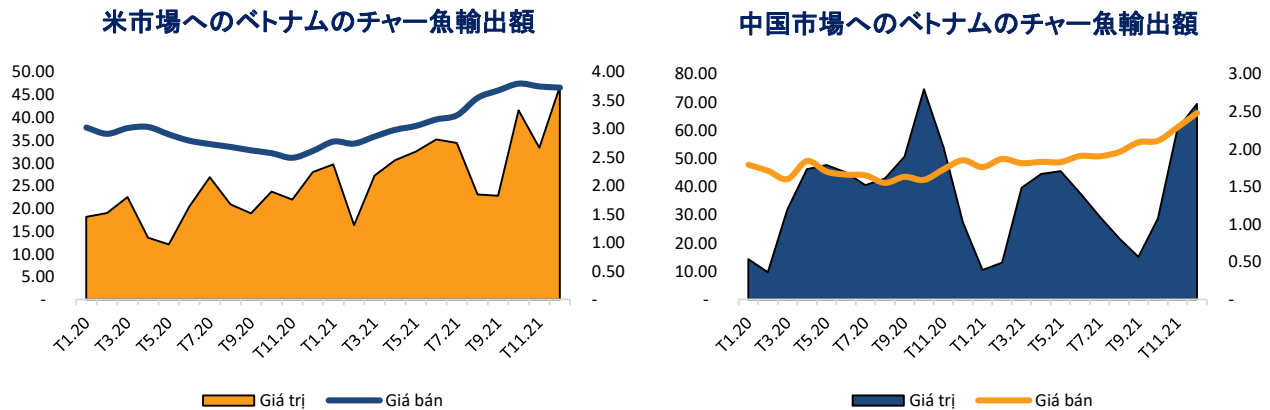
## II. 2022年業績見通し

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。

1) 米国と中国という重要な市場へのチャー魚輸出は高い販売価格で、前向きな状態で維持している。

2021年第4四半期には、米国と中国の輸出額はそれぞれ、前年同期比65%増、前四半期比51%増の1億2,100万ドルで、同43%減で同35%増の8,900万ドルだった。米市場での輸出額が引き続き増加した、中国市場での輸出状況は回復の兆しを見せている。米市場でのチャー魚製品の平均販売価格は前年比46%増、前四半期比9%増の3.75ドル/キロだった。中国市場でのチャー魚製品の平均販売価格は前年比33%増、前四半期比14%増の2.23ドル/キロだった。

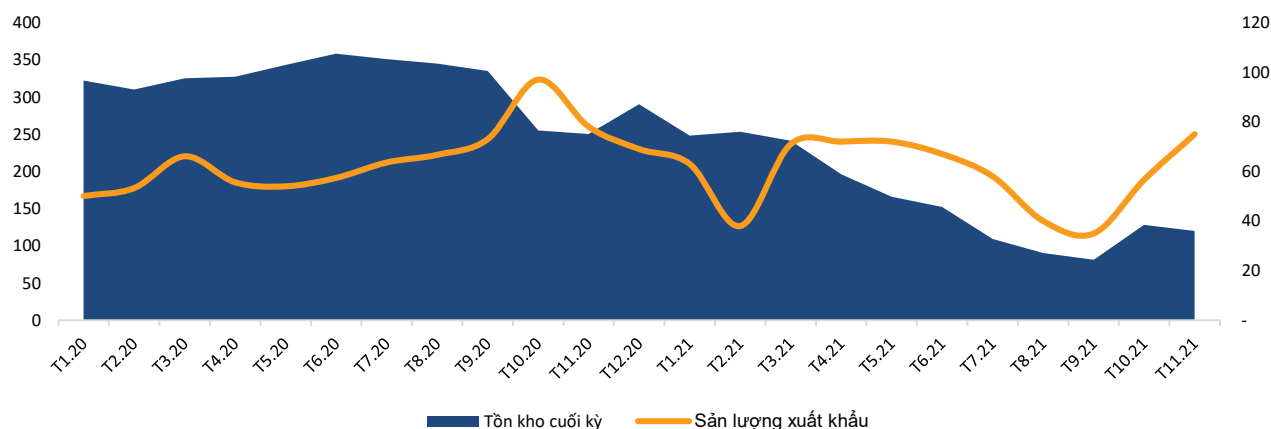
2022年には、BSCは米市場への輸出が引き続き前向きになり、中国市場への輸出が回復すると期待しております。VHCを含むチャー魚企業は産量の増加と販売価格の引上げから恩恵を受けるだろう。



ソース: BSC

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けり、輸出需要は成長率を維持している。2021年10月のチャー魚在庫は増加したが、直近の2年間に低い水準で維持した。在庫が低い水準で維持しているのは販売価格を増加させると期待されています。

チャー魚の在庫と輸出量



ソース: BSC

2) 2021年第4四半期には、供給が時価内に調整されていないことで、輸送コストと原材料用魚コストは増加した。

BSCは運賃と投入材料価格が依然としてVHCの事業の主なリスクであるという見解を維持しております。

運賃は2021年第3四半期のピークから急落に下落した後、2021年第4四半期に僅かに上昇した。BSCは運賃が高い水準で留まっているが、VHCがFOB受注の割合を増やすれば、影響を減らすことができると期待しております。

+ 東南アジア-米国の西部線の海上運賃が前四半期比-3%減、年初比+275%増の15,834USD/40ftだった。

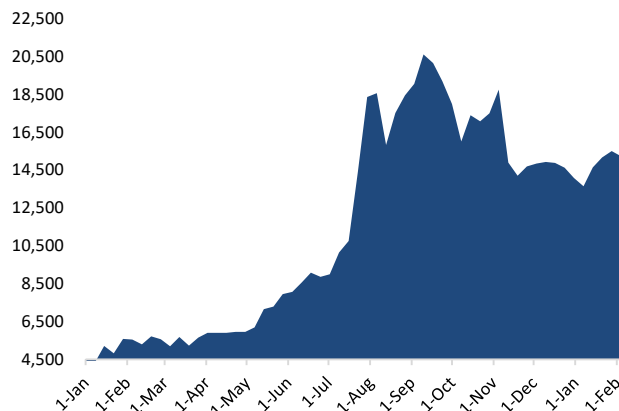
+ 東南アジア-北欧諸国線の海上運賃が前四半期比+6%増、年初比+143%増の14,394USD/40ftだった。

2022年には、BSCは(1)世界的な生産活動が徐々に通常なレベルを戻し、需給ギャップが縮小する、(2)2021年の高い水準である、(3)VHCが高額な運賃の悪い影響を最小限に迎えるためにFOB受注の割合を増やすという要素に基づく、運賃が劇的に上昇しないと予測しております。

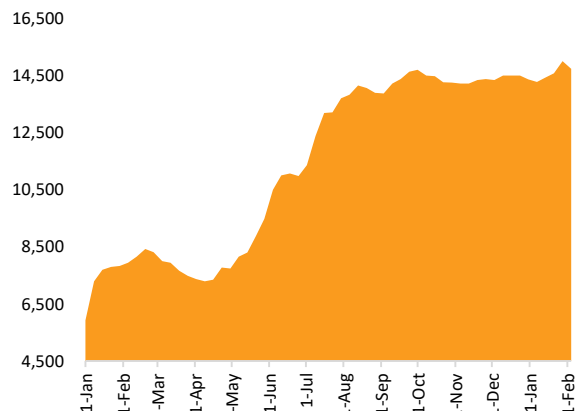
	Base case	Worst case
仮定:運賃	現在のレベルから横に推移する	2021年第2四半期のピークを戻す
販売費用率	3.5%	4.3%
税引後利益	1,488	1,400

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。

東南アジア-米国の西部線の海上運賃

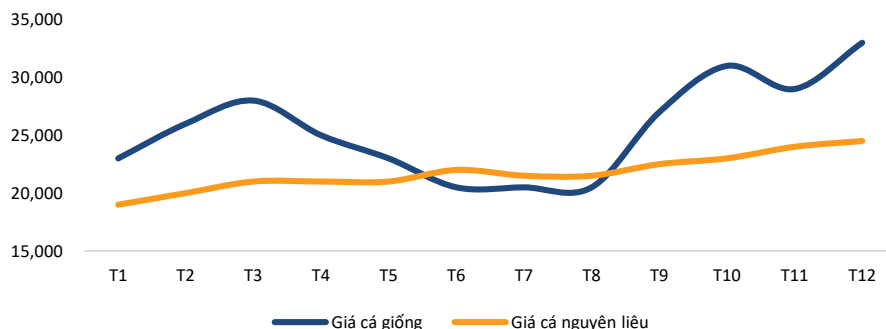


東南アジア-北欧諸国線の海上運賃



ソース: FBX

2021年種魚と原材料用チャー魚価格の推移



ソース: BSC

### III. 予測と評価

2022年には、BSCは(1)売上総利益率を20.5%に引き上げる、(2)販売費用率を3.5%に引き下げるといった要素に基づく、VHCの利益を前予測比8%に上方修正しております。

+ 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76%を占める。水産副産物からの収入が同3%増の1兆7,530億ドン達する。

+ 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7.6%から低下する。

#### VHCの業績予測

単位:10億ドン	2019	2020	2021	2022F
----------	------	------	------	-------

売上高	7,867	7,037	9,054	11,565
成長率	-15.1%	-10.5%	28.7%	28.8%
売上原価				8,786
売上総利益				1,753
売上総利益率	(6,334)	(6,036)	(7,302)	(9,195)
販売費用	1,533	1,001	1,752	2,369
販売費用率	19.4%	14.2%	19.4%	20.5%
一般的な管理費用	(252)	(171)	(344)	(405)
一般的な管理費用率	3.2%	2.4%	3.8%	3.5%
税引前利益	(149)	(147)	(212)	(243)
税引後利益	1.9%	2.1%	2.3%	2.1%
EPS	1,309	791	1,288	1,751
売上高	1,180	705	1,110	1,488
成長率	12,573	3,953	6,052	8,091

ソース: BSC Research

+ PE 方法: BSC は VHC の PE が 11.5 から 13 に上方修正しております。

PE 方法	2020	2021	2022
EPS	3,953	6,052	8,091
PE			13
合理的な価格			105,200

+ DCF 方法:

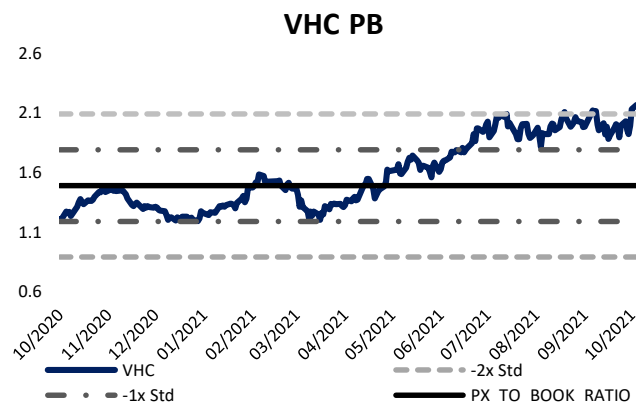
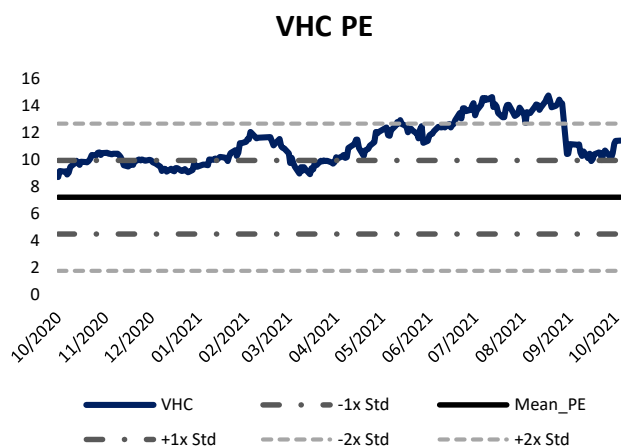
平均資本コスト	
Rf	6%
Beta	0.9
Ke	13.8%
Kd	8%
E/A	60%
税率	20%
WACC	10.4%
g	4%

	2021	2022F	Terminal
フリーキャッシュフロー	585	672	13,403
企業の総価値	15,482		

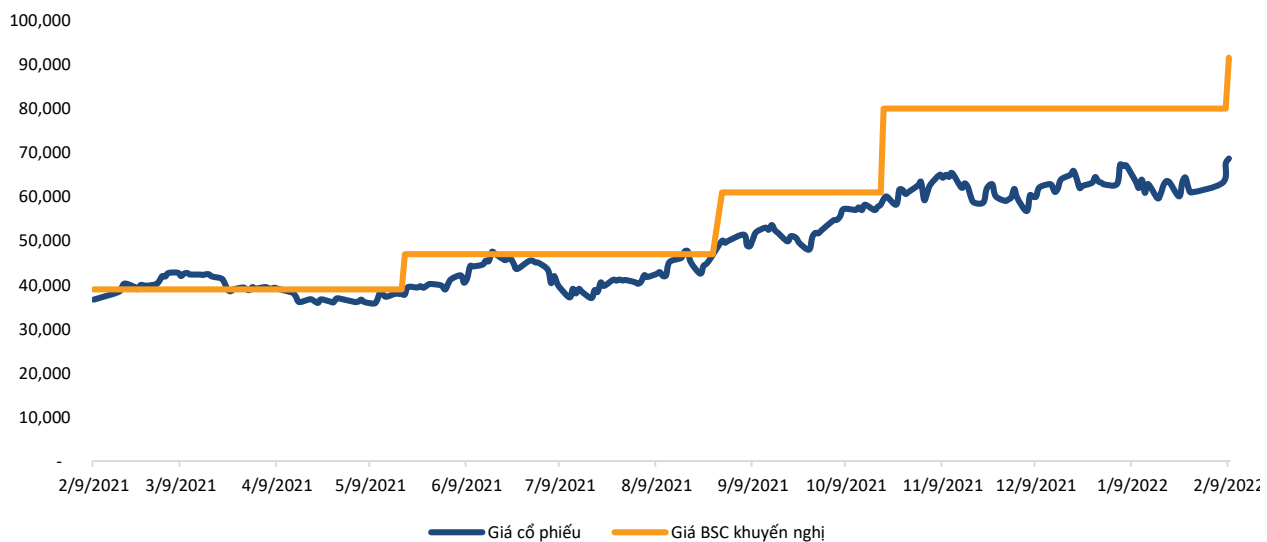
負債	1,174
株主資本	14,307
流行中株数	183,376,956
<b>株価 (VND/株)</b>	<b>78,000</b>

	株価	比率	平均価格
FCFF	78,000	50%	39,000
P/E	105,000	50%	52,500
	<b>目標株価</b>		<b>91,600</b>
	現株価		68,700
	Upside		33%

BSCは(1)2022年の利益を前予測比8%に引き上げる、(2)目標P/Eを11.5から13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2022年2月11日の終値比33%増の91,600VND/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)	2019	2020	2021	2022F
売上高	7,867	7,037	9,054	11,565
売上原価	-6,334	-6,036	-7,302	-9,195
売上総利益	1,533	1,001	1,752	2,369
販売費用	-252	-171	-344	-281
企業管理費用	-149	-47	-212	-204
営業利益/損失	1,308	808	1,289	1,750
金融活動収益	251	233	201	116
金融活動費用	-90	-107	-107	-107
借入費用	-59	-38	-35	-107
合併・関連会社関連収益	14	0	0	0
他の収益	1	17	-2	0
<b>税引前利益</b>	<b>1,309</b>	<b>791</b>	<b>1,287</b>	<b>1,750</b>
法人税額	-130	-86	-177	-262
税引後利益	1,179	704	1,110	1,488
少数株主持分	0	0	9	4
少数株主利益等控除利益	1,179	704	1,101	1,483
EPS	12,559	3,874	6,052	8,091

バランスシート(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
<b>現金及び現金相当</b>	<b>86</b>	<b>40</b>	<b>195</b>	<b>242</b>
短期投資	1,492	1,364	1,271	1,491
短期未収金	1,516	1,698	2,134	2,021
棚卸資産	1,414	1,498	1,790	1,860
その他流動資産	103	123	150	150
<b>流動資産</b>	<b>4,611</b>	<b>4,726</b>	<b>5,541</b>	<b>5,518</b>
有形資産	1,504	1,807	2,069	2,201
原価償却	335	383	556	492
建設中非流動資産	1	62	66	62
長期投資	154	209	499	499
<b>他の非流動資産</b>	<b>2,001</b>	<b>2,465</b>	<b>3,193</b>	<b>3,524</b>
<b>総資産</b>	<b>6,612</b>	<b>7,191</b>	<b>8,734</b>	<b>9,042</b>
買掛金	282	325	336	261
短期借入	866	1,105	1,723	1,524
<b>他の短期借入</b>	<b>218</b>	<b>127</b>	<b>161</b>	<b>200</b>
<b>短期借入総額</b>	<b>1,716</b>	<b>1,944</b>	<b>2,667</b>	<b>2,214</b>
長期借入	0	69	168	170
他の長期借入	0	0	0	0
<b>長期借入</b>	<b>19</b>	<b>86</b>	<b>184</b>	<b>86</b>
<b>負債総額</b>	<b>1,735</b>	<b>2,030</b>	<b>2,852</b>	<b>2,470</b>
負債総額	1,834	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	2,931	3,213	3,833	4,523
未処分利益	0	0	0	0
他の株主資本	0	0	0	0
<b>少数株主持分</b>	<b>4,991</b>	<b>5,161</b>	<b>5,882</b>	<b>6,572</b>
<b>株主資本総額</b>	<b>6,612</b>	<b>7,191</b>	<b>7,191</b>	<b>9,042</b>
流行中株数	183.3	183.3	183.3	183.3

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020	2021	2022F
税引後利益	1,309	791	1,287	1,750
原価償却及び割当て	165	200	285	310
流動資本変更	591	-216	-836	-860
他の修正	-	-	-	-
営業活動からキャッシュフロー	1,489	420	640	810
固定資産購入額	-378	-605	-605	-650
他の投資額	-365	0	0	0
投資活動からキャッシュフロー	-743	310	-856	-570
配当金	-185	-363	-358	-366
借入から金額	-403	309	665	140
他の未収金	-	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	-703	-55	370	-198
初期キャッシュフロー	43	86	154	195
最後期キャッシュフロー	86	154	195	242

指数(%)	2019	2020	2021	2022F
<b>支払能力</b>				
流動比率	2.69	2.43	2.43	2.82
当座比率	1.80	1.80	1.80	1.95
<b>資本構成</b>				
借入/総資産	26%	28%	28%	26%
借入/株主資本	36%	39%	39%	35%
<b>稼働能力</b>				
棚卸資産回転期間	80.4	88.1	88.1	78.4
売掛金回収期間	77.6	69.9	69.9	67.2
買掛金回収期間	16.0	18.4	18.4	17.6
現金回転率	142.0	139.5	139.5	128
<b>利益性</b>				
売上総利益率	19.5%	14.2%	14.2%	16.5%
税引後利益	15.0%	10.0%	10.0%	10.4%
ROE	26.5%	14.0%	14.0%	15.9%
ROA	18.3%	10.2%	10.2%	12.3%
<b>評価</b>				
PE	6.1	10.4	10.4	10.2
PB	2.2	1.4	1.4	1.3
<b>成長率</b>				
売上高	-15.6%	-10.5%	-10.5%	18.9%
税引前利益	-23.3%	-39.6%	-39.6%	27.3%
EPS	-19.4%	-69.2%	-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/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

