

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

業界：消費財・小売業

推奨

買い

ダバコグループ株式会社 – (HSX:DBC)

業績が底から回復すると期待

現値:	25,500	レポート作成日:	3/8/2022	株主構成	
前理論価格	26,000	流行中株数(100 万)	242	Nguyễn Như So và GD	33.73%
前理論価格	31,800	時価総額(10 億ドン)	6,123	SSI 証券の社長	4.99%
配当率	n/a	過去 6 ヶ月平均売買高	3,351,600	Vietnam Equity Holding	4.84%
上昇率	25%	外国人投資家保有率	45.29%	Fraser Investment Holding Pte.Ltd	4.78%

分析者:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn
 消費財・小売業

テクニカル分析:

Vũ Việt Anh
Anhvv@bsc.com.vn
 推奨価格: VND
 損切り値: VND

評価

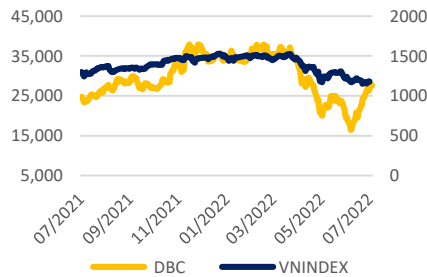
BSC は PE 方法に基づく、DBC の理論価格を 2021 年 8 月 3 日の終値比 25%増の 3 万 1,800VND/株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

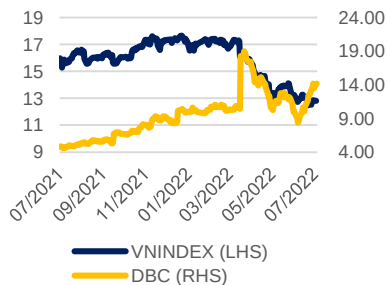
BSC は(1)2022 年上半期業績を前年同期比-96%減となる、(2)平均豚肉価格を 2021 年平均豚肉価格と相当する 6 万 1,300VND に修正したが、生体豚の原価コスト及び投入原材料価格の高騰なので、売上総利益率が 17.1 % から 13.8 % に低下するという仮定を基づく、2022 年には、DBC の売上高を前年比 22%増の 13 兆 1,590 億ドン、税引後利益を同 28%減の兆 5,570 億ドンと予測しております。

BSC は生体豚価格が前年比 8%増となるが、家畜飼料価格が前年比-4%減となることで、売上総利益率が 14%から 18%に上昇するという仮定を基づく、2023 年には、DBC の売上高を前年比 21%増の 15 兆 8,540 億ドン、税引後利益を同 142%増の 1 兆 3,460 億ドン、EPS FW を 5,256VND、PE FW を 4.9x と期待しております。

株価の推移



P/E の推移



投資論点

- 生体豚価格が前年同期比+8%増となるが、家畜飼料価格が同-4%となるという予測による、2023 年の売上総利益率が 14%から 18%に上昇する可能性がある。
- 飼料生産・種畜種禽飼育・家畜家禽の飼育・解体・肉加工を含む一貫生産体制という 3F (Feed, Farm, Food) 経営事業の価値チェーン及び規模という利点を利用し、中小型企业に比べて畜産コストを 8~11%最適化する。

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

- 環境規制による、畜産用地計画を引き締め、小規模畜産農家数を減らすという傾向を向かうために、DBC は大きな土地面積を保有している。

事業傾向

- 体制豚価格は中国での体制豚価格と共に上昇する。穀物価格は下落する。
- 不動産案件からの収入を計上する。
- 大手企業と協力からのポテンシャル

リスク

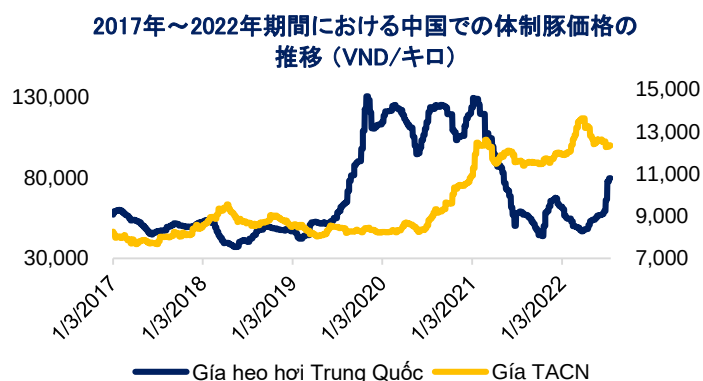
- 原材料価格の変動は利益率に影響する。
- 体制豚価格の変動
- 案件の法的な問題を発生する。
- 家畜・家禽の病気

	2021	2022F	2023F	Peer
P/E (x)	8.4	11.7	4.9	17.4
P/B (x)	1.0	0.6	0.5	1.7
ROS (%)	0.3	0.5	0.4	0.7
ROA (%)	6%	3%	7%	5%
ROE (%)	13%	6%	13%	11%

	2020	2021	2022F	2023F
収入	10,022	10,813	13,159	15,854
売上総利益	2,558	1,853	1,815	2,885
税引後利益	1,399	778	557	1,346
EPS	5,579	3,036	2,176	5,256
売上総利益率	483%	-46%	-28%	142%

2022 年上半期の業績

2022 年上半期業績は業績の最低水準であると期待されている。2022 年上半期には、売上高が前年同期比+14%増の 5 兆 7,720 億ドン、税引後利益が同-96%減の 229 億ドン、売上総利益率が 9%で、前年同期の 22%から減速した。業績の悪化の原因は(1)供給源が豊かになったが、需要がコロナウイルスの流行の後まだ回復していないことで、平均体制豚価格が前年同期比-21%減となった、(2)家畜飼料の原材料価格が前年同期の+9%から+47%増となったということから由来した。



ソース: DBC, Bloomberg, BSC 総合

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

(1)2022 年第 1 四半期及び 2022 年第 2 四半期の平均体制豚肉価格はそれぞれ、前年同期比-31%減、同-13%減となった。2022 年上半期の体制豚価格が前年同期比-21.4%減となった。原因は(1.1) Ipsos によると、2022 年には一人当たり豚肉消費量が 23.5 キロに達すると推定されるが、新型コロナウイルスの流行前の水準及びアフリカブタコレラ前の水準にまだ回復していない、(1.2) 畜産農家からの供給源が豊かになったということから由来した。

(2) 麦、大豆、トウモロコシなどの家畜飼料の原材料価格が前年同期の+9%から+47%増となったことで、2022 年第 1 四半期及び第 2 四半期の家畜飼料価格はそれぞれ、前年同期比+29%増、同+40%増となった。家畜飼料価格の高騰は(2.1)ロシア・ウクライナ戦争により、供給源が中断される可能性がある、(2.2)インド、カナダなどの輸出国で天候が不順になっている、(2.3)中国政府が「ゼロコロナ政策」を実施していることで、運送コストが増加したということから由来した。

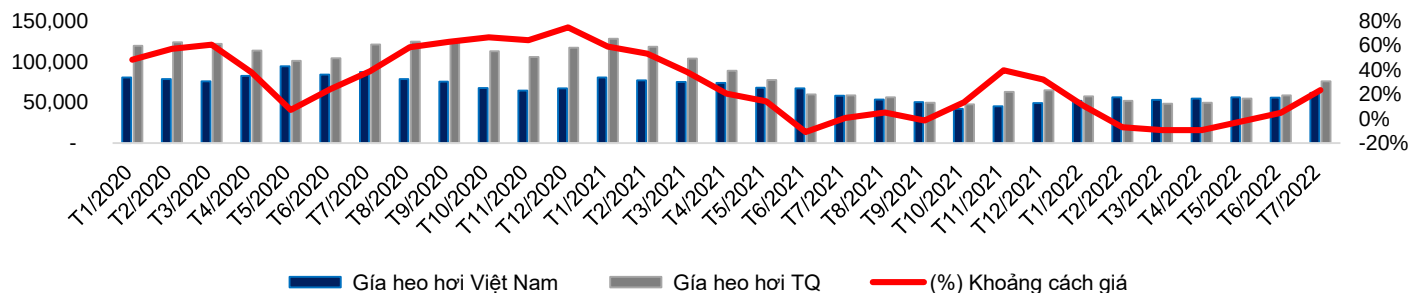
2022 年上半期及び 2023 年に改善があるだろうか。DBC は恩恵を受けるだろうか。

DBC の業績は 2022 年上半期から大きく回復し、2023 年まで続伸すると予測されている。

短期的には、国内体制豚価格と中国での体制豚価格の格差は拡大し、2022 年 5 月の 5%から 6 月の 23%になった。したがって、畜産農家は成長豚を販売したくない。利益が投入原材料コストの高騰を補填できなくて、国内販売価格の上昇余地があるためだろう。そのために、2022 年 7 月に国内体制豚価格が前月比 10%~20%増となった。

中国での体制豚価格の上昇原因は経済活動再開への期待として、需要が高まり、中国での体制豚価格が上昇し、2020 年から運送コスト上昇問題を解決できただろう。

中国での体制豚価格はベトナムでの価格と共に変動した。価格の格差が縮小されていた。



ソース:BBG, Agromonitor, BSC 総合

中期には、供給源が減少すると予測されることで、2023 年の豚価格は 6 万 5,000VND~7 万 VND で推移する可能性がある。

(2.1)小規模畜産農家(全国の体制豚供給源の約 70%を占め)は投入原材料コストが前年同期比 15%~20%増となったことで、圧力を受けている。

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

2022 年第 3 四半期から大麦、トウモロコシなどの原材料価格が下落したことで、家畜飼料価格が下落している傾向がある。しかし、代理店での高値の在庫量の以外、小規模畜産農家が豚を群れで暮らすために、4~5 ヶ月がかかることで、2~3 ヶ月の後、割引価格家畜飼料を手に入れるだろう。そのために、BSC は体制豚供給源が 2023 年下半期までまだ増加しないと期待しております。

(2.2) プロ畜産場は規模の拡大に対して困難に直面している。

そのために、BSC は DBC がトップ上場企業として、企業の規模利点のおかげで畜産業の機会を活用することができる大手な上場企業の 1 つであると評価しております。

(1) 上場企業が畜産分野における 25 年間経験を経て、豚数 100 万頭を保有している。同時に、DBC はアフリカブタコレラのワクチンを研究する 3 社の前衛的な企業うちの 1 社で、死亡率及びワクチンコストを削減する。これは原価を削減させるだろう。

(2) 畜産用土地面積 100 ヘクタールを保有している。Thanh Hoa 省での Thach Thanh 案件及び Phu Tho 省での Tam Nong 案件が DBC のメス豚数の 22% 以上を寄付すると期待しております。

2022 年～2023 年期間における業績予測

BSC は(1)2022 年上半期業績を前年同期比-96%減となる、(2)平均豚肉価格を 2021 年平均豚肉価格と相当する 6 万 1,300VND と修正するが、生体豚の原価及び投入原材料価格の高騰なので、売上総利益率が 17.1%から 13.8%に低下するということに基づく、2022 年には、DBC の売上高を前年比 22%増の 13 兆 1,590 億ドン、税引後利益を同 28%減の兆 5,570 億ドンと予測しております。

BSC は(1) 生体豚価格が前年比 8.4%増となるが、生体豚原価が前年比-4%減となることで、売上総利益率が 14%から 18%に上昇する、(2)販売用豚の産量が前年同期比+28%増となるという仮定に基づく、2023 年には、DBC の売上高を前年比 21%増の 15 兆 8,540 億ドン、税引後利益を同 142%増の 1 兆 3,460 億ドン、EPS FW を 5,256VND、PE FW を 4.9x と期待しております。

また、BSC の上記の推定は(1)不動産案件による収入、(2)アフリカブタコレラのワクチンの売却による収入を計上しない。原因は(1)不動産案件が情報を不足している、(2)アフリカブタコレラのワクチン工場を建設、許可証を与えるために、時間がかかるということから由来した。

	2019A	2020A	2021E	2022F	2023F
総収入	7,300	10,189	10,962	13,379	16,119
飼育事業の収入	1,865	4,674	4,483	5,155	6,886
%YoY	-23%	151%	-4%	15%	34%
家畜用飼料事業の収入	3,042	3,338	5,156	6,777	7,148
%YoY	-8%	10%	54%	31%	5%
油圧事業の収入	265	778	829	994	1,143

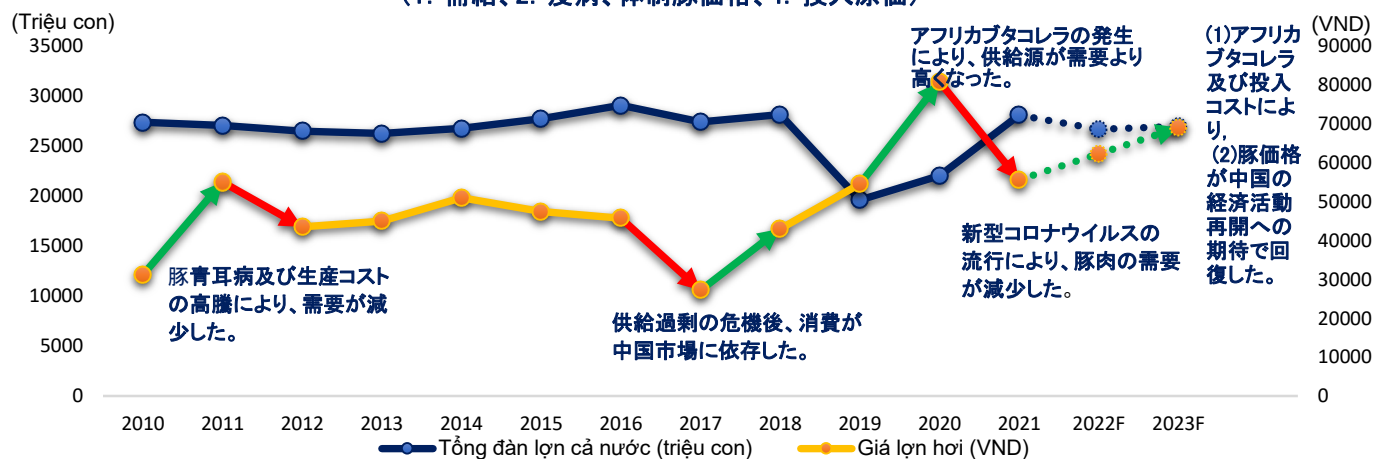
2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

%YoY	-21%	194%	6%	20%	15%
他の収入	892	1,399	881	925	1,510
%YoY	-2%	57%	-37%	5%	63%
売上高	7,187	10,022	10,813	13,159	15,854
売上総利益	1,167	2,558	1,853	1,815	2,885
売上総利益率	16%	26%	17.1%	13.8%	18.2%
販売費用	(268)	(380)	(404)	(501)	(588)
管理費用	(294)	(339)	(382)	(464)	(575)
管販費用/売上高	7.8%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
EBIT	605	1,838	1,068	849	1,721
金融活動収入	27.5	29.9	24.8	34.9	45.7
金融活動費用	(295)	(320)	(247)	(289)	(298)
他の収入	6.1	4.6	22.8	27.7	33.4
税引前利益	344	1,553	868	623	1,502
税引後利益	304	1,399	778	558	1,346
税引後利益率	4%	14%	7%	4.2%	8.5%
税引後利益 - 少数株	304	1,399	778	558	1,346
主持分					
EPS 希薄化	956	5,579	3,036	2,181	5,256

ソース: BSC research, DBC

評価

2010年～2023年におけるベトナムでの体制豚価格に影響を与える要素
(1. 需給、2. 疫病、体制豚価格、4. 投入原価)



ソース: GSO、Agromonitor、BSC forecast

BSC の評価によると、DBC は(1)体制豚価格、(2)家畜飼料価格、(3)中国での体制豚価格、(4)疫病という変動に大きく依存する業績なので、景気循環株だと評価しております。

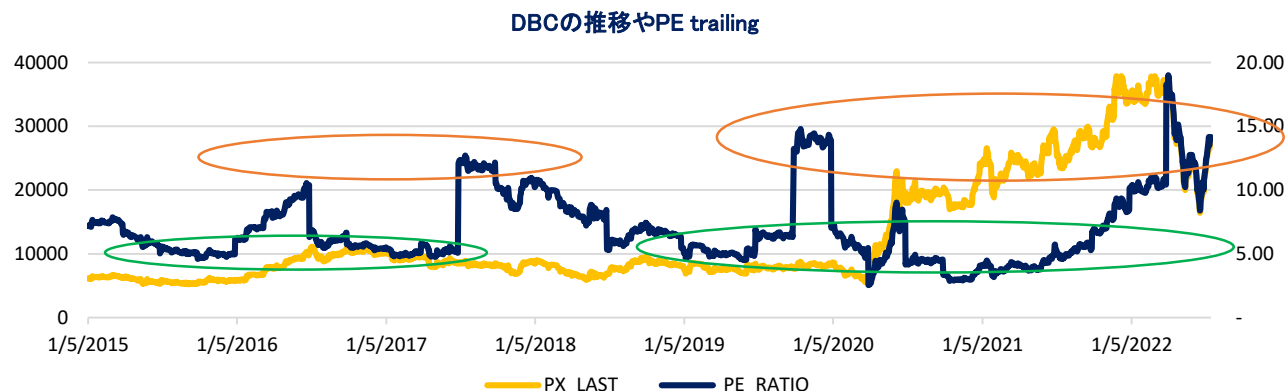
そのうち、2022 年の PE FW を 13x、2023 年の PE FW を 7x～8x で、平均 5 年間 PE より 7 倍高くなると予測されている。

予測の過程は下記の通りです。

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

(1) 業績は前年同期に比べて急激に大きく変動しているために、BSC は業績を発表した時点によってトップ PE 及び底 PE を確定して、PE 目標を評価した。

(2) また、BSC は 2019 年～2021 年の期間後、小型畜産農家の規模が縮小することで、国内供給源が 90%から 70%に減少すると予測しております。そのために、DBC の PE は以前より高く評価される。



ソース:BBG

BSC は PE 方法に基づく、DBC の理論価格を 2021 年 8 月 3 日の終値比 25%増の 3 万 1,800VND／株と評価し、投資評価を「買い」と推奨しております。

20/07/2022 31/12/2023	2022 年 ネガティブなシナリオ	基本的な シナリオ	ポジティブなシナリオ	2023 年 ネガティブなシナリオ	基本的な シナリオ	ポジティブなシナリオ
体制豚価格	57,300	61,300	65,500	61,000	66,500	72,500
体制豚による収入	3,654	3,909	4,177	5,012	5,464	5,957
体制豚による売上総利益率	-1%	6%	12%	9%	17%	24%
総収入	13,124	13,379	13,646	15,667	16,119	16,612
売上高	12,908	13,159	13,422	15,409	15,854	16,339
前年同期比	19.4%	21.7%	24.1%	17.1%	20.5%	24.2%
売上総利益率	1,560	1,815	2,083	2,433	2,885	3,378
売上総利益率	12%	14%	16%	16%	18%	21%
税引前利益	368	623	891	1,050	1,502	1,995
NPAT 税引後利益	330	558	798	941	1,346	1,788
前年同期比	-58%	-28%	3%	69%	141%	220%
希薄化 EPS	1,227	2,077	2,969	3,500	5,006	6,649
P/E 目標	13	13	13	8	8	8
目標価格	15,900	27,000	38,600	26,200	37,500	49,900
資本コスト				22,200	31,800	42,300
現値	25,500					
Upside	-38%	6%	51%	-13%	25%	66%

ソース:BBG、BSC

2022 年 8 月 3 日 – HSX: DBC

EPS と目標価格をに基づく体制豚価格と家畜飼料価格の変動の敏感度

EPS 2023

体制豚価格 (VND/キロ)

		55,700	58,300	61,000	63,500	66,500	69,500	72,500	75,800
家畜飼料価格の 平均原価	17,500	291	991	1,718	2,391	3,499	4,007	4,815	5,704
	15,900	1,797	2,497	3,224	3,897	5,005	5,513	6,321	7,210
	14,300	3,303	4,003	4,730	5,403	6,511	7,019	7,827	8,716

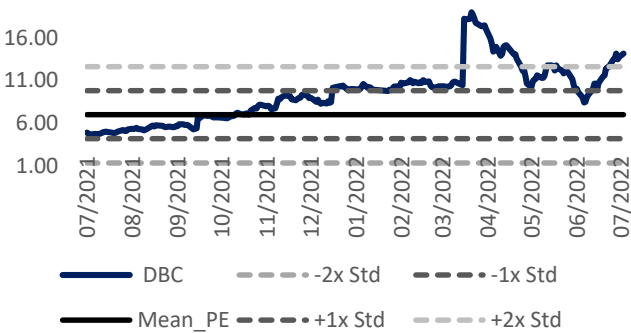
2023 年 PE 目標が
7.5x である。

体制豚価格 (VND/キロ)

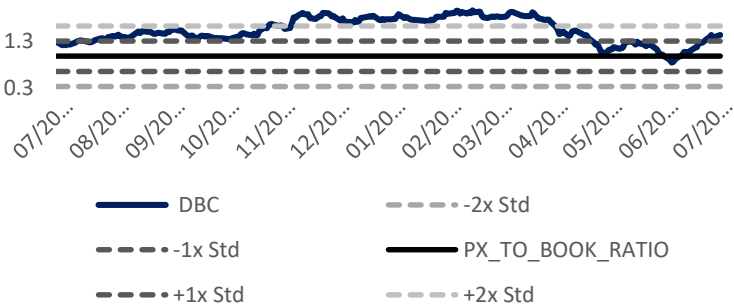
		55,700	58,300	61,000	63,500	66,500	69,500	72,500	75,800
家畜飼料価格の 平均原価	17,500	1,900	6,300	10,900	15,200	22,200	25,500	30,600	36,300
	15,900	11,500	15,900	20,500	24,800	31,800	35,000	40,200	45,900
	14,300	21,000	25,500	30,100	34,400	41,400	44,600	49,800	55,500

ソース:BBG、BSC

STOCK PE



STOCK PB



付録

業績(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
売上高	10,022	10,813	13,159	15,854
売上原価	(7,464)	(8,960)	(11,344)	(12,969)
売上総利益	2,558	1,853	1,815	2,885
販売費用	(380)	(404)	(501)	(588)
企業管理費用	(339)	(382)	(464)	(575)
営業利益／損失	1,838	1,068	849	1,721
金融活動収益	30	25	35	46
金融活動費用	(320)	(247)	(289)	(298)
借入費用	(310)	(257)	(299)	(308)
合併・関連会社関連収益	–	–	–	–
他の収益	5	23	28	33
税引前利益	1,553	868	623	1,502
法人税額	(154)	(90)	(65)	(156)
税引後利益	1,399	778	558	1,346
少数株主持分	0	(0)	(0)	0
少数株主利益等控除利益	1,399	778	558	1,346
EBITDA	2,304	1,559	1,396	2,382
EPS	5,579	3,036	2,181	5,256

バランスシート(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
現金及び現金相当	233	200	827	877
短期投資	537	577	577	577
短期未収金	451	584	519	625
棚卸資産	3,349	4,203	4,617	5,563
その他流動資産	1,131	1,226	4,019	4,239
流動資産	5,701	6,790	10,559	11,881
有形資産	4,455	4,582	4,694	4,746
原価償却	–	–	–	–
建設中非流動資産	779	468	1,138	1,601
長期投資	102	105	105	105
他の非流動資産	97	54	54	54
非流動資産	5,448	5,225	6,007	6,522
総資産	11,149	12,015	16,565	18,403
買掛金	1,012	1,392	1,694	1,865
短期借入	2,158	2,599	2,445	2,380
他の短期借入	1,062	1,090	1,425	1,718
短期借入総額	4,255	5,172	5,699	6,207
長期借入	1,244	687	1,141	1,118
他の長期借入	396	318	318	318
長期借入	1,640	1,005	1,459	1,436
負債総額	5,894	6,177	7,157	7,643
出資金	1,048	1,152	2,420	2,420
株式会社化による資本剰余金	1,048	1,152	2,420	2,420
未処分利益	418	418	418	418
他の株主資本	1,498	2,520	1,795	1,795
少数株主持分	–	–	–	–
株主資本総額	5,255	5,838	9,408	10,760
総資本	11,149	12,015	16,565	18,403
流行中株数	105	115	242	242

ソース:BSC

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
税引後利益	1,553	868	623	1,502
原価償却及び割当て	466	491	546	661
流動資本変更	278	(593)	287	(588)
他の修正	(52)	(202)	(65)	(156)
営業活動からキャッシュフロー	2,138	450	1,309	1,326
固定資産購入額	(569)	(296)	(1,017)	(1,177)
その他の投資額	31	28	–	–
投資活動からキャッシュフロー	(584)	(272)	(1,017)	(1,177)
配当金	(203)	(227)	–	–
借入から金額	(1,192)	(11)	(11)	(11)
他の未収金	(124)	(108)	346	(88)
金融活動からキャッシュフロー	(1,518)	(347)	335	(99)
初期キャッシュフロー	165	233	200	827
中期キャッシュフロー	36	(169)	627	50
最終期キャッシュフロー	202	63	827	877

指数(%)	2020	2021	2022	2023
支払能力				
流動比率	1.34	1.31	1.85	1.91
当座比率	0.29	0.26	0.34	0.33
資本構成				
負債比率/総資産	0.3	0.3	0.2	0.2
負債比率/株主資本	0.6	0.6	0.4	0.3
稼働能力				
棚卸資産回転期間	120.0	128.0	126.0	126.0
売掛金回収期間	16.2	16.2	14.2	14.2
買掛金回収期間	49.5	52.5	54.5	52.5
現金回転率	86.6	91.6	85.6	87.6

利益性				
売上総利益率	25.5%	17.1%	13.8%	18.2%
税引後利益率	14.0%	7.2%	4.2%	8.5%
ROE	26.6%	13.3%	5.9%	12.5%
ROA	12.6%	6.5%	3.4%	7.3%

評価				
PE	10.2	8.4	11.7	4.9
PB	1.1	1.0	0.6	0.5

成長率(前年同期比)				
売上高	39%	8%	22%	20%
税引後利益	204%	–42%	–20%	103%
税引前利益	352%	–44%	–28%	141%
成長率(前年同期比)	483%	–46%	–28%	141%

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 ホーチミン 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>

