

推奨

観察

ベトナム乳業株式会社(HSX: VNM)

回復見通し

現値:	77,500
前理論価格	84,140
新理論価格:	87,000
配当率	5%
上昇率	12%

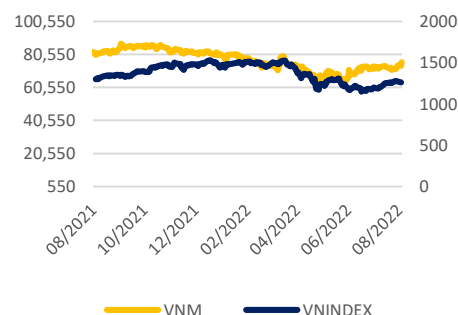
レポート作成日:	15/12/2022	株主構成	
流行中株数(100 万)	20,089	SCIC	36.01%
時価総額(10 億ドン)	161,972	F&N Dairy	17.69%
過去 6 ヶ月平均売買高:	126.375	Platinum Victory	10.62%
外国人投資家保有率	55.68%		

業界分析:

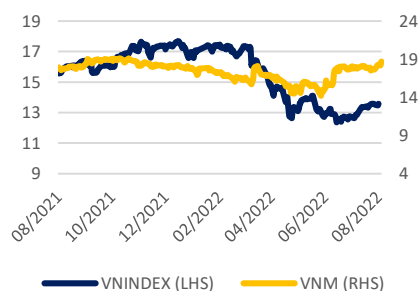
Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn
 消費財・小売 業

テクニク分析:

株価の推移



P/E



評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく VNM の理論株価を 2022 年 12 月 14 日の終値比 12%増の 8 万 7,000VND/株と評価し、VNM の投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2022 年には、VNM の売上高を前年比 0.3%減の 60 兆 7,270 億ドン、税引前利益を同 16%減の 8 兆 8,360 億ドン、EPS を 3,765VND/株、Pefw を 20.6xと期待しております。

2023 年業績予測:BSC は 2023 年には、売上高を前年比 1.9%増の 61 兆 8,830 億ドン、税引前利益を同 17.8%増の 10 兆 3,540 億ドン、EPS を 4,411VND/株、Pefw を 17.6xと予測しております。2023 年の売上総利益率は 43.6%で、2022 年の 40.6%から上昇すると予測されております。これは 2023 年利益成長の原動力であるだろう。

投資論点

- ベトナムの国民的な乳業メーカーである VNM は国内最大の乳牛を保有していることで、VNM の安定した生産経営活動と健全な財務能力が確保される。
- 2023 年の売上総利益率は(1)販売価格が前年同期比 1~2%増となる、(2)原材料価格が下落する兆しを見せているという要素のおかげで、前年同期比 2.9%ポイントをサポートされる。

リスク

- 原材料価格の変動は利益率に影響する。
- 同業界の競合企業と熾烈な競争により市場シェアの縮小

企業アップデート

2022 年第 3 四半期には、国内需要は 2022 年第 2 四半期に販売チャネルの再構成を実施した後、徐々に回復している。しかし、税引後利益は前年同期比 22%減となった。減益は(1)売上総利益率が前年同期比 3.4%ポイント減となった、(2)財務費用が同+125%増となったということから由来した。

	2021	2022E	2023F	Peer		2020	2021	2022	2023
PE	16.3	17.3	20.6	22.4	収入	59,636	60,919	60,727	61,883
PB	4.5	4.5	4.4	4.2	売上総利益	27,669	26,278	24,683	26,976
PS	2.7	2.7	2.6	2.3	税引後利益	11,099	10,532	8,836	10,354
ROE (%)	30%	25%	28%	23%	EPS	4,758	4,487	3,765	4,411
ROA (%)	20%	17%	19%	11%	EPS の成長率	4.24%	-5.70%	-16.11%	17.18%

2022 年 9 ヶ月の業績アップデート:

2022 年第 3 四半期の利益は原材料価格の上昇で引き続き減少した。2023 年第 3 四半期の売上高と税引後利益はそれぞれ、前年同期比 1%減の 16 兆 790 億ドン、同 22%減の 2 兆 3,230 億ドンだった。

しかし、2022 年第 3 四半期には、国内需要は 2022 年第 2 四半期に販売チャネルの再構成のおかげで、徐々に回復している。2022 年第 3 四半期の収入は前四半期比 10%増となったが、税引後利益が同 22%減となった。原因は(1)売上総利益率が前年同期比-3.4%ポイント減となった、(2)財務費用が前年同期比 125%増となったといことのためだ。

収入構成	Q3/2022	Q3/2021	%YoY	9T/2022	9T/2021	%YoY
国内市場での収入	13,775	13,752	0%	37,904	38,182	-0.7%
% 前年同期比	86%	85%		84.4%	84.7%	-0.2%
MCM 社での収入	832	795	5%	2,346	2,207	6.3%
%前年同期比	5%	5%		5.2%	4.9%	0.3%
DT CNNN	1,117	886	26%	3,243	2,591	25.2%
%前年同期比	7%	5%		7.2%	5.7%	1.5%
輸出収入	1,187	1,556	-24%	3,741	4,328	-13.6%
%前年同期比	7%	10%		8.3%	9.6%	-1.3%
	Q3/2022	Q3/2021	%YoY	9T/2022	9T/2021	%YoY
売上高	16,079	16,194	-1%	44,888	45,100	-0.5%
売上総利益	6,350	6,944	-9%	18,052	19,553	-7.7%
GPM	39.5%	42.9%	-3.39%	40.215%	43.4%	-3.1%
販売費用	(3,261)	(3,308)	-1%	(9,213)	(9,080)	1.5%
管理費用	(401)	(394)	2%	(1,147)	(1,151)	-0.3%
販管費用/売上高	22.8%	22.9%		23.080%	22.7%	-4.0%
経営活動による利益	2,688	3,242	-17%	7,692	9,323	-17.5%
経営活動による利益率	17%	20%		17%	21%	-100.0%
金融活動事業による収入	339	314	8%	1,001	892	12.2%
財務費用	(143)	(64)	125%	(410)	(112)	266.0%
他の収入	(29)	80	-137%	(62)	146	-142.4%
税引前利益	2,860	3,587	-20%	8,200	10,234	-19.9%

税引後利益	2,323	2,961	-22%	6,708	8,420	-20.3%	-2.3%
親会社株主帰属利益	2,298	2,926	-21%	6,647	8,336	-20.3%	
税引後利益率	14.3%	18.1%		14.8%	18.5%		3.8%

ソース: BSC Research

2022 年 9 ヶ月には、売上高と税引前利益はそれぞれ、前年同期比 0.5%減の 44 兆 8,880 億ドン、同 20%減の 2 兆 8,600 億ドンだった。それによると、VNM は売上高の年間計画の 70.1%を達成し、税引前利益の年間計画の 68.3%を達成した。

- 国内市場での収入は前年度比 0.7%減となった。

(1) 2022 年 5 月には、ミルク製品の販売価格は前年同期比 5%減となった。

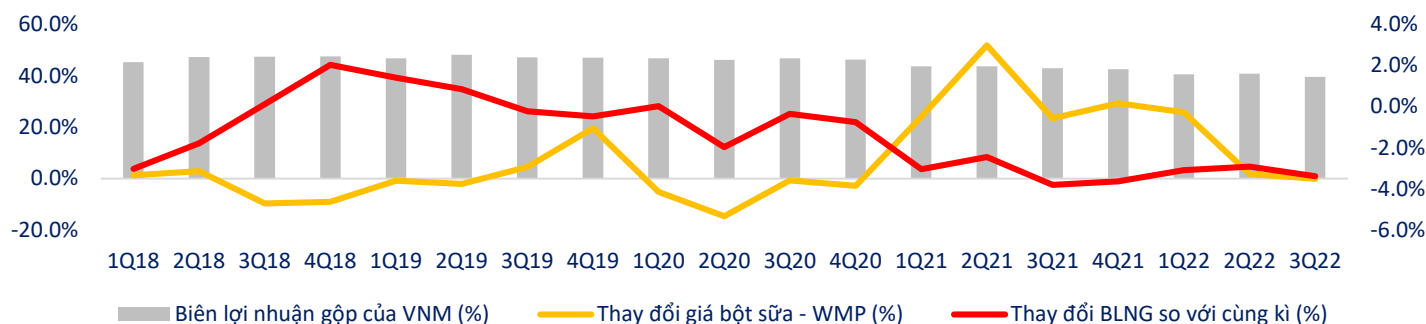
(2) 販売チャンネルの再構成は 2022 年第 2 四半期に実施されたが、福利厚生バランスと販売システムの健全化のおかげで、利益が 2022 年第 3 四半期に僅かに増加した。そのうち、MCM からの収入は前年同期比 5%増となった。

- 直接輸出収入は前年同期比-13.6%減となった。減収は中東市場のインフレ圧力による購買力の低下から由来した。しかし、VNM は(1)パッケージを変更して費用を削減して、販売者に予算を増やすことで需要を刺激する、(2)中東市場からの収益の一部を相殺するために東南アジア諸国への輸出活動を強化している。

- 海外支店での収入は前年同期比 25%増となった。

2022 年 9 ヶ月には、税引後利益率は 14.8%で、前年同期の 18.5%から減速した。原因は(1)2022 年 9 ヶ月の売上総利益率が 40.2%で、前年同期の 43.4%から減速した、(2)金融活動事業による収入が前年同期比 24.3%減となったということから由来した。

輸入粉乳価格が VNM の売上総利益率に影響する期間は 1 四半期から 2 四半期くらい遅くなり、輸入粉乳価格が 2022 年第 3 四半期から下落する傾向がある。



ソース: Bloomberg, BSC

2022 年第 3 四半期の時点での投資案件

(1) Hung Yen で VLC の粉乳工場第 1 期(年間生産能力 4 億リットル、投資総額 4 兆 6,000 億ドン)は 2023 年に着工し、2025 年末で完了する見込みだ。

- (2) Vilico 社定期株主総会では、Vinh Phuc 省での農場複合施設と食肉加工施設を含む牛肉案件に投資するために、越日合併会社に追加出資し、同会社への投資額を 1 兆 5,000 億ドンに引き上げることを承認した。この案件は今年に着工し、2023 年末に完了する見込みだ。合併会社はホーチミン市の日本のスーパーマーケットやコンビニエンス店舗で YUKI ブランド付け雪牛製品を販売してみた。
- (3) 米国で買い付けたホルスタイン・フリーシアン(Holstein Friesian=HF)種乳牛 2,500 頭が酪農場「グリーンファーム (Green Farm)」まで輸送された。
- (4) Lao-Jagro 酪農場コンプレックス案件: 種乳牛 8,000 頭の 1 号酪農場が 2022 年末に稼働する予定。次の段階を引き続き開発し、国内市場と輸出市場向け新鮮な牛乳原料の供給源を増やす。

2022 年第 4 四半期には、BSC は以下の要素のおかげで VNM の業績が前向きな兆しを見せると期待しております。

- 収入の減少は国内市場での収入のおかげで縮小される。

しかし、世界的な支出の引き締めと為替レートの変動により、VNM の輸出製品が国内製品と競争することが難しくなる背景には、輸出活動の収入が前年同期比 25%減となる。

- 2022 年第 4 四半期の利益率は 13.6%で、前年同期の 14%から減速する。

2023 年見通し – 徐々に回復

BSC は 2022 年には、VNM の売上高を前年比 0.3%減の 60 兆 7,270 億ドン、税引前利益を同 16%減の 8 兆 8,360 億ドン、EPS を 3,765VND/株、PEfw を 20.6xと予測しております。

BSC は、マクロ政策の変更と購買力が消費引き締め傾向に影響されていること及び競争圧力と為替レートが企業の輸出活動に影響することは 2022 年第 4 四半期と 2023 年初における VNM の売上総利益率に悪い影響を受けるだろう。

2023 年業績見通し: BSC は 2023 年には、VNM の売上高を前年比 1.9%増の 61 兆 8,830 億ドン、税引前利益を同 17.6%増の 10 兆 3,540 億ドン、EPSfw を 4,410VND/株、PEfw を 17.6xと期待しております。利益成長の原動力は売上総利益率が 2022 年の 40.6%から 2023 年の 43.6%に上昇することから来るだろう。

	2020	2021	2022	2023
売上高	59,636	60,919	60,727	61,883
%前年比	5.9%	2.2%	-0.3%	1.9%
国内市場での収入	47,555	50,842	51,202	51,225
%前年比	6.9%	0.7%	0.0%	1.8%
MCM 社による収入	2,823	2,925	3,101	3,193
%前年比	-2.8%	3.6%	6.0%	3.0%
輸出活動による収入	5,561	6,128	5,091	5,119
%前年比	7.4%	10.2%	-16.9%	0.6%
子会社による収入	3,234	3,589	4,411	4,632

%前年比	-9.9%	11.0%	7.0%	5.0%
売上総利益	27,669	26,278	24,683	26,976
売上総利益率	46.4%	43.1%	40.6%	43.6%
販売費用	(13,447)	(12,951)	(12,846)	(13,276)
管理費用	(1,958)	(1,567)	(1,575)	(1,592)
販管費用/売上高	25.8%	23.8%	23.7%	24.0%
EBIT	12,263	11,760	10,262	12,108
金融活動による収入	1,581	1,215	1,317	1,400
財務費用	(309)	(202)	(580)	(634)
他の収入	(21)	195	(65)	(67)
税引前利益	13,519	12,922	10,904	12,777
税引後利益	11,236	10,633	8,920	10,453
%前年比	6.5%	-5.4%	-16.1%	17.2%
税引後利益	18.8%	17.5%	14.7%	16.9%
少数株主持分	11,099	10,532	8,836	10,354
希薄化 EPS (VND/株)	4,758	4,487	3,765	4,411

ソース: BSC Research

評価

BSC は DCF 方法と PE 方法に基づく VNM の理論株価を 2022 年 12 月 14 日の終値比 12%増の 8 万 7,000VND/株と評価し、VNM の投資評価を「観察」と推奨しております。

DCF 方法	2022	2023	2024	2025	2026	2027
フリーキャッシュフロー (FCFF)	9,884	11,482	12,720	13,723	14,967	16,092
5 年間の総フリーキャッシュフロー割引価値	9,733	10,297	10,388	10,206	10,138	9,927
最後価値	184,598					
最後価値の割引	113,876					
割引総額	174,565					
(-) 負債	(9,458)					
(+)現金	23,552					
総価値	188,659					
流行中株数 (100 万)	2,090					
合理的価格	90,269					
P/E 方法						
希薄化 EPS	4,411					
目標 P/E	19.0					
合理的な価格	83,816					
方法	価格	比率	平均価格	資本コスト		
DCF	90,269	50%	45,135	Rf	5.00%	
P/E	83,816	50%	41,908	Beta	0.67	
理論価格			87,000	Ke	11%	
現在価格			77,500	Kd	5%	

Upside	12%	E/A	85%
推奨	観察	D/A	15%
配当率	5%	税率	18%
5 年間平均 P/E	20	WACC	10%

ソース: BSC Research

過去の事件の PE を基づく価格変動のリスク分析

2023年EPS = 4,411/ (x)	目標PE	13.4	15.5	17.6	19.7	22.1
目標価格(VND/株)		58,900	68,300	77,500	87,000	97,500
Upside(%)		-24%	-12%	0%	12%	26%
		↑	↑	↑	↑	↑
事件		P/Eが2022年5月に調整した	P/Eが新型コロナウイルス感染症の流行期間で調整した	現P/E	目標価格のP/E	5年間平均のP/E

ソース: BSC, fiin pro

VNM の P/E と VN インデックスの PE



ソース: Bloomberg

VNM 価格の変動は市場価格の変更より低い。



VNM と同業界の企業

Ticker	Name	時価総額(10億ドン)	P/E	P/B	P/S	ROE LF	ROA LF
Median	Median	108,209	22.44761	3.992634	2.264197	22%	10%
HTSMF IN Equity	HATSUN AGRO PRODUCT LTD	58,057	82.06022	18.38456	3.206302	20%	7%
600887 CH Equity	INNER MONGOLIA YILI INDUS-A	683,933	22.44761	4.159175	1.667619	21%	8%
NEST IN Equity	NESTLE INDIA LTD	557,323	89.50305	92.09581	13.11846	105%	27%
151 HK Equity	WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD	179,434	14.10116	3.826093	2.231711	26%	13%

NESZ MK Equity	NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	171,849	52.79625	47.35595	4.883391	92%	19%
MONDE PM Equity	MONDE NISSIN CORP	87,340	35.11479	2.944037	2.813086	9%	6%
ICBP IJ Equity	INDOFOOD CBP SUKSES MAKMUR T	181,118	25.06207	3.379019	1.876161	14%	4%
MCH VN Equity	MASAN CONSUMER CORP	54,458	9.925558	3.314508	1.944807	36%	20%
603317 CH Equity	SICHUAN TEWAY FOOD GROUP-A	72,911	60.48099	5.444494	8.313648	9%	8%
INDF IJ Equity	INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK P	91,359	8.674864	1.154453	0.556143	14%	4%
URC PM Equity	UNIVERSAL ROBINA CORP	125,059	26.06102	3.375978	2.296684	24%	13%
002458 CH Equity	SHANDONG YISHENG LIVESTOCK-A	57,242	#N/A N/A	6.037728	9.218801	-20%	-11%
TU TB Equity	THAI UNION GROUP PCL	55,471	10.33835	1.32473	0.509286	13%	5%
MRCO IN Equity	MARICO LTD	191,608	53.73158	19.66788	6.926024	37%	22%
2319 HK Equity	CHINA MENGNIU DAIRY CO	411,486	20.58417	3.089598	1.333678	16%	6%
2267 JP Equity	YAKULT HONSHA CO LTD	262,334	30.01947	2.772993	3.123811	10%	7%
ABT US Equity	ABBOTT LABORATORIES	4,367,398	22.40912	5.122466	4.103188	23%	11%
IDP VN Equity	INTERNATIONAL DAIRY PRODUCTS	8,547	10.38756	6.471176	1.770653	78%	32%
ULTJ IJ Equity	ULTRAJAYA MILK IND & TRADING	24,750	12.17967	2.585358	1.940297	23%	14%
DLM MK Equity	DUTCH LADY MILK INDS BHD	10,652	0.736594	4.530853	1.535256	77%	35%

ソース: Finnpro, Bloomberg

付録

業績(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023
売上高	59,636	60,919	60,727	61,883	税引後利益	13,519	12,922	10,904	12,777
売上原価	(31,968)	(34,641)	(35,352)	(34,735)	原価償却及び割当て	2,209	2,121	2,425	2,763
売上総利益	27,669	26,278	24,683	26,976	流動資本変更	(1,174)	(1,293)	(120)	(330)
販売費用	(13,447)	(12,951)	(12,846)	(13,276)	他の修正	(3,736)	(3,626)	(2,159)	(2,548)
企業管理費用	(1,958)	(1,567)	(1,575)	(1,592)	営業活動からキャッシュフロー	10,180	9,432	10,218	11,615
営業利益／損失	12,263	11,760	10,262	12,108	固定資産購入額	(1,265)	(1,531)	(1,198)	(1,221)
金融活動収益	1,581	1,215	1,317	1,400	他の投資金	(3,537)	(2,402)	1,492	0
金融活動費用	(309)	(202)	(580)	(634)	投資活動からキャッシュフロー	(4,802)	(3,933)	294	(1,221)
借入費用	144	89	176	224	配当金	(7,928)	(7,621)	(8,046)	(8,046)
合併・関連会社関連収益	4	(45)	(30)	(30)	借入から金額	-	-	102	(72)
他の収益	(21)	195	(65)	(67)	他の未収金	(14)	318	(84)	(98)
税引前利益	13,519	12,922	10,904	12,777	金融活動からキャッシュフロー	(5,927)	(5,257)	(8,839)	(9,166)
法人税額	(2,283)	(2,290)	(1,984)	(2,324)	初期キャッシュフロー	2,665	2,111	2,349	4,018
税引後利益	11,236	10,633	8,920	10,453	内期キャッシュフロー	(548)	241	1,673	1,228
少数株主持分	137	100	84	98	最後期キャッシュフロー	2,113	2,349	4,018	5,243
少数株主利益等控除利益	11,099	10,532	8,836	10,354					
EBITDA	14,472	13,882	12,688	14,871					
EPS	4,758	4,487	3,765	4,411					

バランスシート(10 億ドン)	2020	2021	2022	2023	指数(%)	2020	2021	2022	2023
現金及び現金相当	2,111	2,349	4,018	5,243	支払能力				
短期投資	17,314	21,026	19,534	19,534	流動比率	2.09	2.12	2.19	2.30
短期未収金	5,187	5,822	5,969	6,252	当座比率	1.73	1.71	1.81	1.85
棚卸資産	4,905	6,773	5,917	6,369	資本構成				
その他流動資産	148	141	262	267	負債比率/総資産	15.5%	17.7%	18.2%	17.5%
他流動資産	29,666	36,110	35,700	38,653	負債比率/株主資本	22.2%	26.4%	26.7%	25.6%
有形資産	12,717	11,620	11,271	9,758	稼働能力				
原価償却	(14,320)	(16,025)	(18,451)	(21,213)	棚卸資産回転期間	30.0	40.5	35.5	37.5
建設中非流動資産	1,063	1,130	740	712	売掛金回収期間	31.7	34.8	35.8	36.8
長期投資	60	60	60	60					
他の非流動資産	2,797	2,565	2,319	2,319					

非流動資産	18,767	17,222	16,842	15,630	買掛金回収期間	36.5	44.4	36.4	40.4
総資産	48,432	53,332	52,541	54,283	現金回転率	25.2	30.9	34.9	33.9
買掛金	3,199	4,214	3,526	3,845					
短期借入	7,316	9,382	9,488	9,416	利益性				
他の短期借入	3,138	2,965	2,945	3,036	売上総利益率	46.4%	43.1%	40.6%	43.6%
短期借入総額	14,213	17,068	16,315	16,785	税引後利益率	18.8%	17.4%	14.7%	16.9%
長期借入	167	76	72	72	ROE	33.4%	29.7%	24.9%	28.2%
他の長期借入	405	338	342	342	ROA	23.2%	19.9%	17.0%	19.3%
長期借入総額	573	414	414	414					
負債総額	14,785	17,482	16,729	17,199	評価				
出資金	20,900	20,900	20,900	20,900	PE	16.29	17.27	20.59	17.57
株式会社化による資本剰余金	–	34	34	34	PB	4.81	4.52	4.52	4.37
未処分利益	6,910	7,594	6,521	6,646					
他の株主資本	–	–	–	–	成長率(前年同期比)				
少数株主持分	2,350	2,767	2,851	2,949	売上高	5.9%	2.2%	–0.3%	1.9%
株主資本総額	33,647	35,850	35,812	37,084	税引後利益	0.7%	19.3%	16.9%	19.6%
総資本	48,432	53,332	52,541	54,283	税引前利益	6.5%	–5.4%	–16.1%	17.2%
流行中株数	2,090	2,090	2,090	2,090	EPS	4.2%	–5.7%	–16.1%	17.2%

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 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>

