

推奨		買い		ナムベト水産株式会社(HSX: ANV)	
				中国への輸出量が回復すると期待	
現値	30,350	レポート作成日:	31/03/2023	株主構成	
前理論価格	-	流行中株数(100 万)	127.5	Doãn Tới	54.35%
新理論価格	33,300	時価総額(10 億ドン)	4,161	Doãn Chí Thanh	12.69%
配当率		過去6か月間平均売買高	1,155,770	Doãn Chí Thiên	3.15%
上昇率	10%	外国人投資家保有率	6.53%		

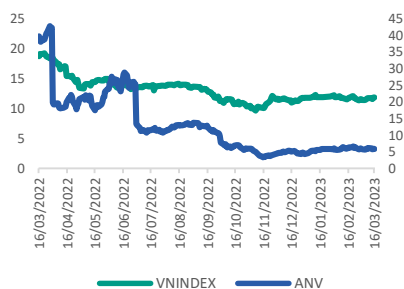
業界分析

Trần Lâm Tùng,
Tungtl@bsc.com.vn

株価の推移



P/E



評価

BSC は FCFF 方法と PE 方法に基づく、ANV の理論価格を 2023 年 3 月 31 日の終値比 10%増の 3 万 3,300VND/株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

投資観点

- (1) 新型コロナウイルス感染症の流行前 ANV の収入の 30~40%を占めた中国が経済活動を再開すると、ANV は直接に恩恵を受けるだろう。また、ANV は輸出価格が他の市場より優れている米市場の開発を計画している。
- (2) 純利益率は輸送費用の急減のおかげで、安定的に維持されている。

業績予測

BSC は以下の仮定に基づく ANV の 2023 年売上高を前年比 7.6%増の 5 兆 3,100 億ドン、税引後利益を同 2%増の 6,870 億ドン、EPSfw を 5,363VND/株、Pefw を 6 と予測しております。

- (1) チャー魚輸出量は前年比 15%増となり、平均販売価格は同 7%減となる。
- (2) 太陽エネルギー事業の成長率は前年比 10%増となる。
- (3) 売上総利益率は 24.2%で、前年の 27.3%から減速し、管販費用/売上高の割合が 7.5%で、同 9.6%から減速する。

リスク

(1) 中国市場でのチャー魚消費量は期待水準より低いだ。

企業アップデート

2022 年には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 40.8%増の 4 兆 8,960 億ドン、同 427%増の 6,740 億ドンだった。

2022 年には、売上総利益率は 27.3%で、前年の 15.8%から増加した。

2022 年の管販費用/売上高の割合は 9.6%で、2021 年のと相当した。

指数	2022	202 3F	Peer	VN- Index		202 0	202 1	202 2	202 3F
PE (x)	5.96	6.00	21.3 8	11.8	売上高	3,47 9	3,50 4	4,93 5	5,31 0
PB (x)	1.39	0.7	1.12	1.67	売上総利益 率	485	553	1,33 6	1,28 3
PS (x)	0.82	0.7	0.77	3.2	税引後利益	202	128	674	687
ROE (%)	23%	21%	8.75 %	16.9%	EPS	1,58 8	1,00 6	5,30 0	5,36 3
ROA (%)	12%	12%	5.7%	5.7%	EPS 成長率	-71%	-37%	427%	1%

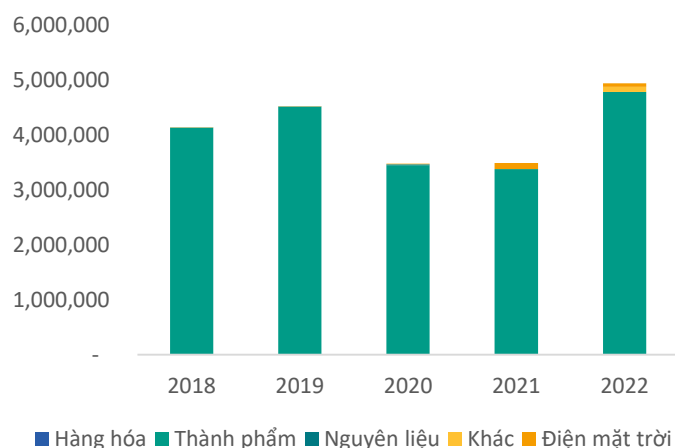
2022 年業績のアップデート

10 億ドン	2022	2021	% YoY	評価
売上高	4,896	3,493	40.8%	2022 年には、売上高と税引後利益はそれぞれ、前年比 40.8%増の 4 兆 8,960 億ドン、同 427%増の 6,740 億ドンだった。 事業別収入:チャー魚事業、太陽発電事業、その他はそれぞれ、前年比 41.5%増の 4 兆 7,780 億ドン、同 43%減の 632 億ドン、同 517%増の 930 億ドンだった。
売上総利益	1,335	553.3	141%	
売上総利益率	27.3%	15.8%		
販売費用	(378)	(280)	35%	2022 年には、売上総利益率は 27.3%で、前年の 15.8%から増加した。
一般的な管理費用	(94.2)	(56.4)	67%	
販売費及び一般管理費	9.6%	9.6%		
EBIT	863	215	299%	

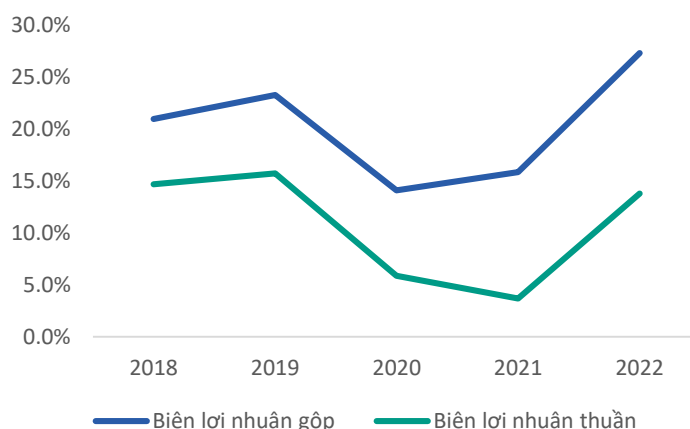
財務による収入	79.6	41	94%	2022 年の管販費用/売上高の割合は 9.6%で、2021 年のと相当した。 しかし、2022 年第 4 四半期には、運賃は前年同期比 27.7%減の 441 億ドンだった。
財務費用	(188)	(116)	62%	
税引前利益	754	151	412%	
税引後利益	674	128	427%	
税引後利益率	13.8%	3.7%		
EPS	5,300	1,006		

チャー魚完成品は ANV の重要な収益をもたらす事業である。

ANV の利益率は 2022 年に改善された。



ソース: ANV



ソース: ANV

2023 年業績見通し

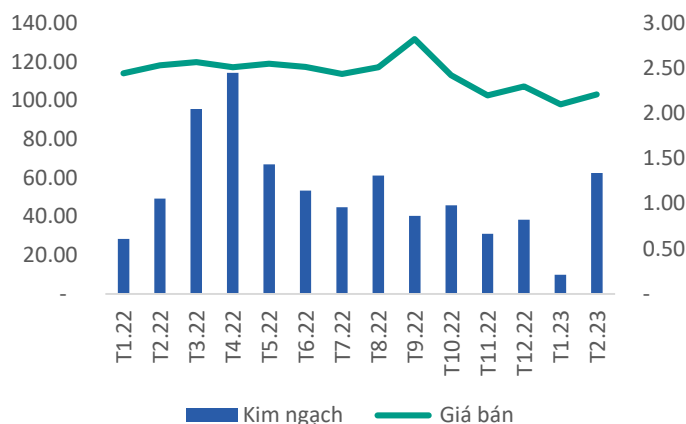
1. 中国が経済活動を再開すると、ANV は直接に恩恵を受けるだろう。

2023 年初 2 ヶ月には、米市場への輸出量と輸出額はそれぞれ、前年同期比 42%減、同 59%減となったことで、ベトナムのチャー魚事業は多くの困難を引き続き直面している。しかし、BSC は中国の再開後、輸出量と輸出額の両方が回復していると見た。明細は以下の通りだ。

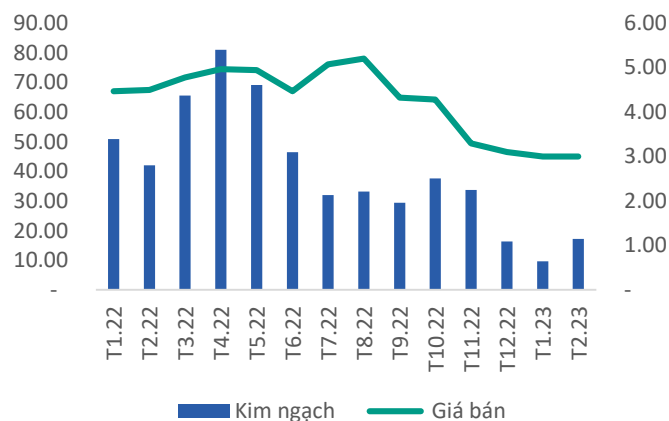
+ 2023 年 2 月には、中国へのチャー魚輸出量と輸出額はそれぞれ、前年同期比 45%増の 2 万 8,250t、同 27%増の 6,249 万ドルだった。2023 年 2 ヶ月には、中国へのチャー魚輸出量と輸出額はそれぞれ、前年同期比 8%増の 3 万 3,600t、同 6.9%減の 7,245 万ドルだった。

中国へベトナムのチャー魚輸出額

米国へベトナムのチャー魚輸出額



ソース: BSC

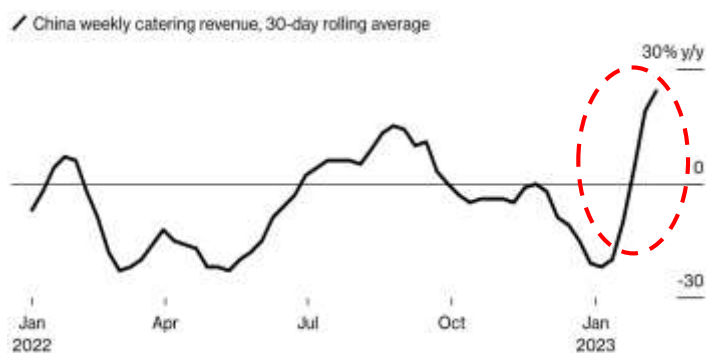


ソース: BSC

BSC は中国へのチャー魚輸出需要の回復傾向が 2023 年に続けると期待しております。

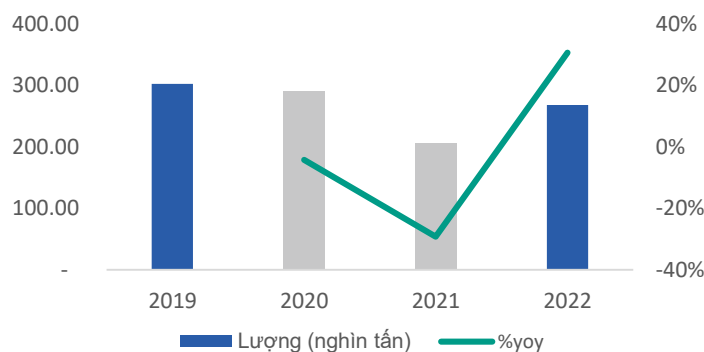
- (1) 長期にわたる閉鎖期間を経て、中国人の消費、観光、食事のニーズが増加。Bloomberg によると、2023 年 2 月の最初の 2 週間には、中国でのレストランの収益はそれぞれ、年々同期比 19%増、同 24%増となった。大手な都市の交通密度も 2 月に 1 年間で最高となった。
- (2) 現在、中国へのチャー魚の輸出量は閉鎖政策の影響で新型コロナウイルス感染症の流行前に比べて低い水準で留まっている。2022 年には、中国へのチャー魚輸出量は前年比 30.6%増の 26 万 8,200t だったが、新型コロナウイルス感染症の流行前である 2019 年の輸出量の 88.6%に相当した。そのために、中国が経済活動を再開すると、BSC は中国でのチャー魚の消費需要が引き続き大きく成長すると期待しております。
- (3) ベトナムのパンガシウスの中国への輸出

中国でのレストランの収益の成長率



ソース: Bloomberg

中国へのベトナムのチャー魚輸出量



ソース: BSC

中国への輸出量の回復について前向きな期待があることで、中国は重要な市場であり、ANV の総収入に 30～40%に寄与している市場であることで、ANV は恩恵を直接受ける企業である。2023 年には、中国との貿易活動が完全に再開されれば、ANV のチャー魚輸出量が引き続き増加すると期待しております。

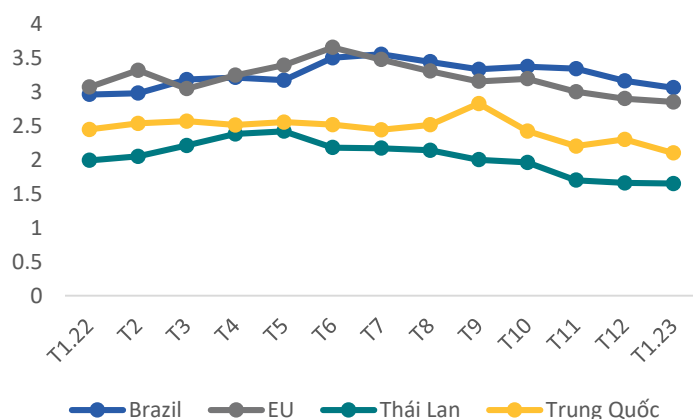
米市場への輸出計画。米市場は困難な期間を過ごしているが、ANV は 2022 年の計画に相当した 20 コンテナ/月という小規模な生産能力でこの市場の開拓を継続すると期待されています。

しかし、BSC は ANV の平均チャー魚輸出価格が(1)米市場での消費量が低い水準で維持しているのが全業界の輸出価格に影響する、(2)2022 年の平均輸出価格が高い水準であるという要素を基づく、2023 年に下落すると考えております。

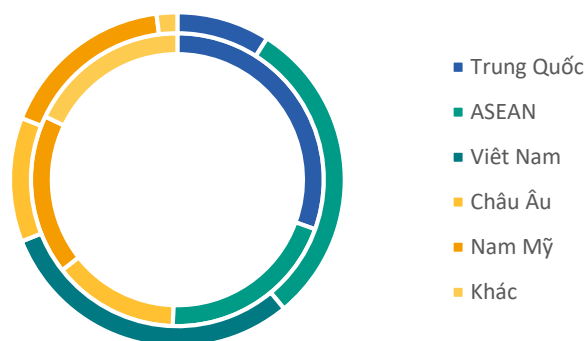
+ 1 月には、ブラジル市場へのチャー魚輸出価格は前月比 3%減、前年比 3%増の 3.06 ドル/キロだった。ヨーロッパ市場へのチャー魚輸出価格は同 1.7%減、同 7%減の 2.85 ドル/キロだった。タイ市場へのチャー魚輸出価格は同 0.6%減、同 17%減の 1.65 ドル/キロだった。

チャー魚輸出価格の下落傾向

ANV の輸出市場構成



*Vòng trong 2019, vòng ngoài 2022



ソース: BSC

ソース: ANV

2. 原材料用魚と種魚費用が安定したり、輸送費用が削減したりすることのおかげで、利益率は安定的に維持されている。

BSC は 2023 年の売上総利益率がチャー魚価格の下落に前年比 3.1%減となるが、利益率が以下の要素のおかげで同 1%減少すると考えております。

(1) ANV の運賃は(1)中国への輸出が大きく回復すると期待、(2)運賃が大きく下落するという要素を基づく、引き続き下落すると考えております。

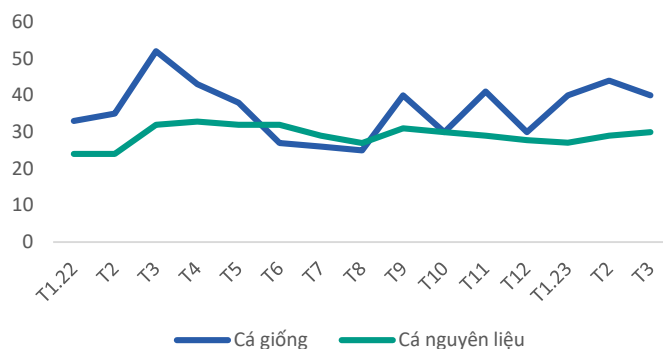
+ 東南アジア (SEA) から北欧までの平均運賃は 前年比 79.4%減の 2,920 USD/40 ft である。

+ 東南アジア (東南アジア) から米国西部までの平均運賃は前年比 91.8%減の 1,295 USD/40 ft である。

(2) BSC は原材料用魚と種魚の価格が安定的に維持すると考えております。また、ANV は原材料分野では 100%の自主性があるため、投入材料価格の変動も他の企業に比べて ANV にあまり影響しないだろう。

東南アジア (SEA) から米国西部及び北欧までの平均
運賃

原材料用魚と種魚の価格



ソース: Agrimonitor

BSC は以下の仮定に基づく ANV の 2023 年売上高を前年比 7.6%増の 5 兆 3,100 億ドン、税引後利益を同 2%増の 6,870 億ドン、EPS_{fw} を 5,363VND/株、Pefw を 6 と予測しております。

+ 中国へのチャー魚輸出量は前年比 121%増の 2 万 2,049t、2023 年の輸出総量の 25%を占める。しかし、輸出総量は前年比 15%増となる。

太陽エネルギー事業の成長率は前年比 10%増となる。

売上総利益率は24.2%で、前年の27.3%から減速する。

管販費用/売上高の割合が7.5%で、同9.6%から減速する。

ANV の 2023 年業績予測(10 憶ドン)

Trang | 6

管理費用率	1.6%	1.9%	1.5%
財務費用	(116)	(188)	(198)
借入費用	(103)	(105)	(103)
税引前利益	151	774	771
税引後利益	128	674	687
EPS	1,006	5,300	5,363

評価

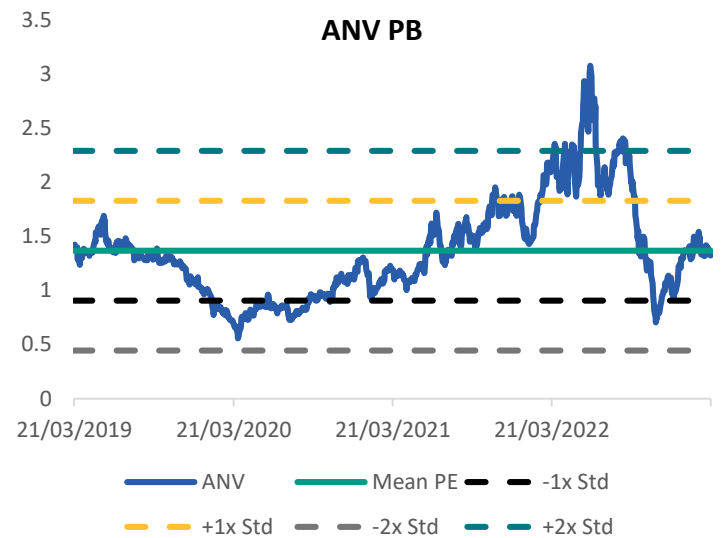
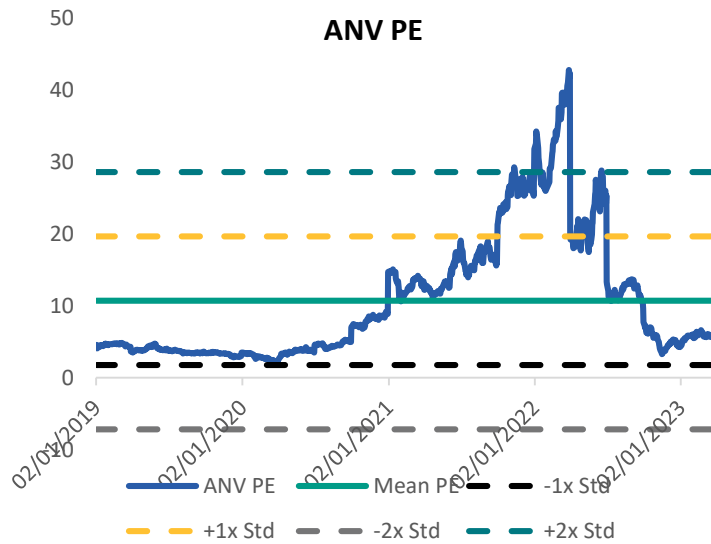
FCFE 方法:

平均資本コスト	
Rf	4.5%
Beta	0.8
Ke	12.5%
Kd	10.65%
E/A	50%
税金	15%
WACC	10.65%
g	3%

	2023F	2024F	Terminal
フリーキャッシュフロー	455.7	463.4	5,495
現価値	5,752		
企業価値	6,441		
負債	2,047		
株主資本	4,393		
流行中株数	127,539,625		
株価(VND)	34,449		

PE 方法:

	2022	2023F*
EPS	5,300	5,363
P/E		6
合理的な株価		32,179VND/株



評価

	価格	割合	平均価格
FCFF	38,036	50%	34,449
P/E	33,676	50%	32,179
		目標価格	33,314
		現値	30,350

BSC は FCFF 方法と PE 方法に基づく、ANV の理論価格を 2023 年 3 月 31 日の終値比 10%増の 3 万 3,300VND／株と評価し、投資評価を「観察」と推奨しております。

付録

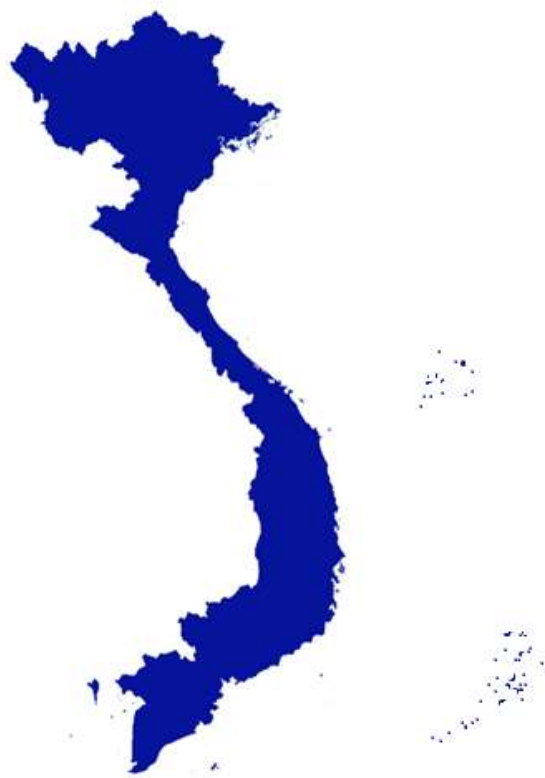
業績(10 億 VND)	2019	2020	2021	2022	2023F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F
売上高	4,519	3,479	3,504	4,935	5,310	(税引後利益					911
売上原価	(3,438)	(2,955)	(2,941)	(3,561)	(4,027)	原価償却及び割当て					92
					1,283						
売上総利益	1,043	485	553	1,336		流動資本変更					(785)
販売費用	(191)	(185)	(281)	(378)	(319)	営業活動からキャッシュフロー	328	(13)	344	309	218
企業管理費用	(47)	(57)	(56)	(94)	(80)		(432)	(577)	(325)	(258)	
営業利益／損失	805	243	216	863	885	固定資産購入額					(130)
金融活動収益	52	43	41	80	84	他の投資	180	384	(83)	313	(76)
金融活動費用	(60)	(80)	(116)	(188)	(198)	投資活動からキャッシュフロー	(252)	(193)	(407)	55	(206)
借入費用	(49)	(63)	(103)	(105)	(103)						
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	-	配当金	(191)	(150)	(63)	(149)	-
他の収益	33	34	10	19	38	借入から金額	61	395	161	(175)	130
税引前利益	831	240	151	774	771	他の未収金	9	(19)	(36)	(50)	(28)
法人税額	(126)	(38)	(23)	(100)	(121)	金融活動からキャッシュフロー	(120)	225	62	(374)	102
税引後利益	704	202	128	674	687						
少数株主持分	-	-	-	-	-	初期キャッシュフロー	69	25	44	43	31
少数株主利益等控除利益	704	202	128	674	687	中期キャッシュフロー	(44)	19	(0)	(10)	114
EBITDA	805	243	216	863	885	最後期キャッシュフロー	25	44	43	33	145
EPS	5,541	1,588	1,006	5,300	5,363						

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022	2023F	指数(%)	2019	2020	2021	2022	2023F
現金及び現金相当	610	365	689	346	745	支払能力					
短期未収金	404	334	333	413	451	流動比率	1.56	1.19	1.25	1.33	1.57
棚卸資産	1,587	1,904	1,783	2,342	2,517	当座比率	0.64	0.38	0.48	0.36	0.54
他流動資産	54	87	67	98	70						
流動資産	2,690	2,784	2,917	3,212	3,828	資本構成					
有形固定資産	269	591	553	496	611	負債比率／総資産	42%	52%	52%	47%	43%
無形固定資産	251	247	244	352	355	負債比率／株主資本	73%	107%	109%	90%	73%
投資資産	33	181	249	254	247						
建設中長期資産	671	784	779	896	896	稼働能力					
長期投資	144	147	30	119	76	棚卸資産回転期間	169	235	221	240	228
他の長期資産	75	90	103	115	107	売掛金回収期間	33	35	35	31	31
長期資産	1,444	2,050	1,970	2,256	2,311	買掛金回収期間	16	45	21	20	22
総資産	4,135	4,834	4,886	5,468	6,139						
買掛金	200	432	198	277	322	利益性					
短期借入	1,295	1,682	1,838	1,769	1,849		23.1	13.9	15.8		24.2%
他の短期借入	234	226	301	374	265	売上総利益率	%	%	%	27%	
短期借入総額	1,728	2,339	2,336	2,420	2,436	税引後利益率	16%	6%	4%	14%	13%
長期借入	20	159	210	153	203	ROE	30%	9%	5%	23%	19%
他の長期借入	-	2	5	13	8	ROA	17%	4%	3%	12%	11%
長期借入総額	20	161	215	166	211						
負債総額	1,749	2,500	2,552	2,585	2,647	評価					
出資金	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	PE	5.7	19.8	31.2	5.96	19.7
株式会社化による資本剰余金	21	21	21	21	21	PB	0.9	1.17	1.15	0.82	0.7
未処分利益	1,117	1,064	1,065	1,613	2,228						
他の株主資本	(6)	(6)	(6)	(6)	126	成長率(前年同期比)		-23%	1%	41%	8%
少数株主持分	-	-	-	-	-	売上高					

株主資本	2,386	2,334	2,335	2,882	3,630	税引後利益	-70%	-11%	300 %	3%
総資本	4,135	4,834	4,886	5,468	6,277	税引前利益	-71%	-37%	413 %	0%
流行中株数(100 万株)	128	128	128	128	128	EPS	-71%	-37%	427 %	1%

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>