

## 推奨 ホール ド

### ビンホアン株式会社(HSX: VHC) 2023年第4四半期に回復の兆しを待ち

現値:	84,000	レポート作成日:	21/09/2023	株主構成	
前理論価格:	-	流行中株数(100万)	183.4	Trương Thị Lệ Khanh	43.16%
新理論価格:	90,900	時価総額(10億ドン)	10,654	Dragon Capital	7.96%
配当率:		過去6ヶ月平均売買高:	437,110	Mitsubishi Corp	6.54%
上昇率:	7%	外国人投資家保有率	30.6%		

#### 分析者:

Trần Lâm Tùng,  
(IT、水産、繊維・アパレル)  
[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### 評価

BSCはVHCの理論価格を2023年9月21日の終値比7%増の9万900VND/株と評価し、投資評価を「ホールド」と推奨しております。

#### 2023年経営見通し

- (1) 2023年第3四半期には、チャー魚輸出額が前四半期比減少した。
- (2) しかし、BSCは(1)米市場での需要の回復と在庫が低い水準で留まっていること、(2)種魚価格の上昇がチャー魚輸出をサポートするという要素のおかげで、チャー魚輸出額が2023年第4四半期に回復し、2024年まで引き続き上昇すると考えております。

#### 業績予測

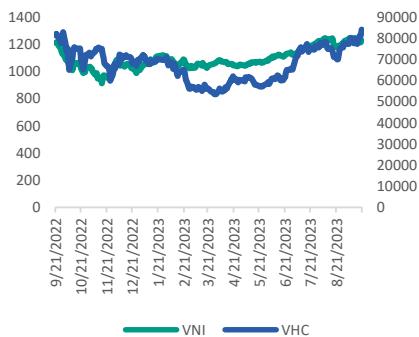
BSCはVHCの2023年売上高を前年比22%減の10兆2,160億ドン、少数株主利益等控除利益を同36%減の1兆2,810億ドン、EPSfwを6,978VND/株、Pefwを12xと予測しております。

BSCは以下の仮定に基づく、VHCの2024年売上高を前年比18%増の12兆380億ドン、少数株主利益等控除利益を同30%増の1兆6,670億ドン、EPSfwを9,089VND/株、Pefwを9.2xと予測しております。

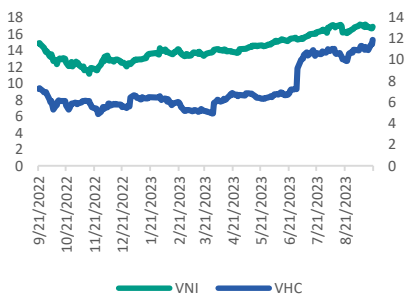
- (1) 2023年～2024年の期間におけるチャー魚の平均販売価格はそれぞれ、前年比20%減、同13.5%減となる。
- (2) 2023年～2024年の期間におけるチャー魚輸出量はそれぞれ、前年比16%減の7万5,516t、同11%増の8万4,017tとなる。
- (3) 煎餅などの他の収入は前年比5%増の1兆8,600億ドンである。
- (4) 2023年と2024年の家畜飼料添加物経営事業による収入はそれぞれ、前年比20%減の1兆8,850億ドン、同10%増の2兆730億ドンだ。
- (5) 2023年と2024年の売上総利益率はそれぞれ、19.2%、20.2%となる。

#### リスク:

#### 株価の推移



#### P/Eの推移



(1) 2023年第4四半期には、チャー魚需要の回復見通しは期待より低い。

指数	2022	2023F	2024F	Peer	VNI		2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	6.4	12	9.2	18.3	12.8	売上高	9,054	13,231	10,216	12,038
PB (x)	1.7	1.3	1.1	3.5	1.65	売上総利益率	1,752	2,976	1,957	2,479
ROE (%)	26%	15%	17%	19%	15%	税引後利益	1,098	1,975	1,281	1,667
ROA (%)	17%	12%	14%	8%	5%	EPS	6,052	10,266	6,987	9,089
						EPS 成長率	56%	70%	-31%	29%

## I. 企業アップデート

### 2023年第2四半期業績

2023年第2四半期には、売上高は前四半期比23%増、前年同期比36%減の2兆7,240億ドンで、少数株主利益等控除利益は前四半期比88%増、前年同期比48%減の4,120億ドンだった。BSCはVHCの収益が前年同期比急減したものの、(1)米市場へチャー魚輸出価格が前四半期比12%増の3.7ドル/キロである、(2)販管費用/売上高の比率が運賃の引下げにより1.2ポイント%削減したという要素のおかげで2023年ちあ1四半期に比べて大幅に改善したと評価しております。

II. 2023年第3四半期 - 消費需要が大きく回復していなかったために、米市場へのチャー魚輸出価格がBSCの期待より14%低かった。

1. 2023年第3四半期の最初2ヶ月における米市場へのチャー魚輸出価格が下落した。具体的には、

- 2023年7月のチャー魚輸出価格は前月比10.5%減の3.13ドル/キロで、輸出量が同8.7%減の5,750tだった。
- 2023年8月のチャー魚輸出価格は前月比1%減の3.1ドル/キロで、輸出量が同8%増の6,200tだった。

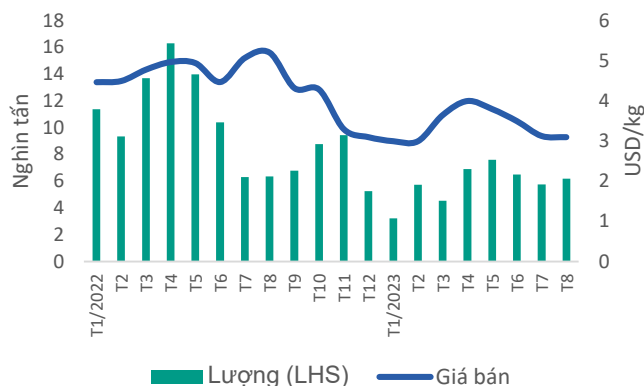
2023年7月には、VHCの完成品チャー魚の収入も減少した。

- VHCの7月收入は前月比2.2%増の8,640億ドン、そのうち、チャー魚の収入が前月比17.1%減の3,940億ドンであり、家畜飼料添加物の収入が前月比55%増の2,090億ドンだった。

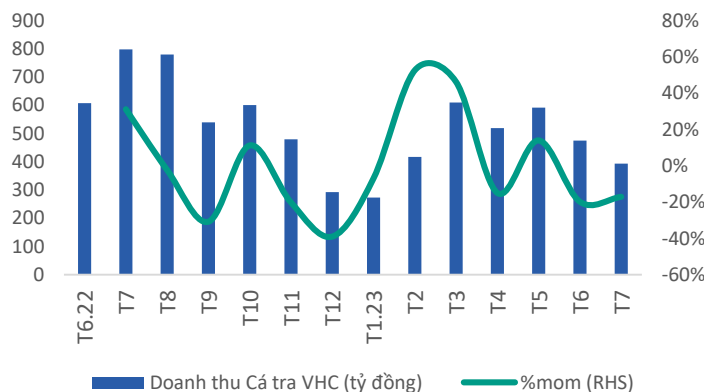
BSCは7月と8月の減少が(1)重要な市場でのチャー魚消費需要が2023年第2四半期比大きく回復しなかった、(2)輸入業者が依然として慎重で、主に少量で輸入し、在庫を1~2か月程度保管しているということから由来した。

7月と8月のチャー魚の輸出量と価格は減少した。

VHCの7月チャー魚の販売額が前月比17%減となった。



ソース: BSC



ソース: VHC

2. 2023年第3四半期の売上総利益率は前四半期比1.7~2ポイント%を低下することができる。2023年第2四半期には、VHCの売上総利益率は米市場へのチャー魚輸出価格が回復したことで、前四半期比3.3ポイント%増加した。2023年第3四半期には、米市場へのチャー魚輸出価格が前四半期比16%減となったことで、VHCの売上総利益率が前四半期比1.7~2ポイント%を低下することができると考えております。

上記の要素を基づく、BSCはVHCの2023年第3四半期チャー魚輸出事業の収入が減少する可能性があるかと評価しております。

### III.しかし、BSCは米市場へのチャー魚輸出が2023年第4四半期に回復し、2024年に引き続き上昇する可能性があると考えております。

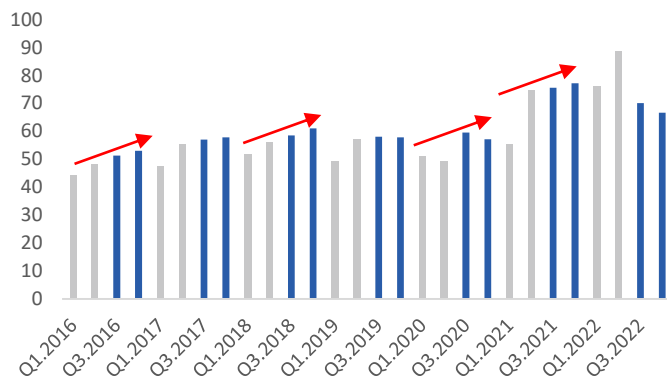
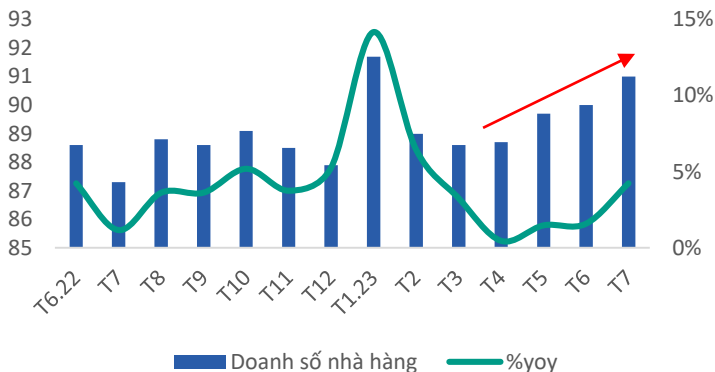
BSCは(1)米市場での需要の回復と在庫が低い水準で留まっていること、(2)種魚価格の上昇がチャー魚輸出をサポートするという要素のおかげで、米市場へのチャー魚輸出が2023年第4四半期に回復し、2024年に引き続き上昇すると観点を維持しております。

#### 1.米市場での需要の回復と在庫が低い水準で留まっている

- (i) 米市場での在庫。米国農業省によると、ナマズ種の在庫量は年初比20%減の3万2,200tとなった。BSCは米市場が2023年第3四半期初から慎重に輸出しているために、2023年第4四半期の在庫が低い水準で維持するとかんがえております。
- (ii) チャー魚の需要は(1)7月のレストラン経営活動による収入が前年同期比4.4%増の911憶ドルだった、(2)2024年第4四半期の休暇中の季節的な要素ということのおかげで、2023年第4四半期に回復するだろう。

7月の米国レストラン経営活動による収入が前年同期比4.4%増となった。

水産製品の輸入量は年末に増加する傾向がある。



ソース: 米国統計総局

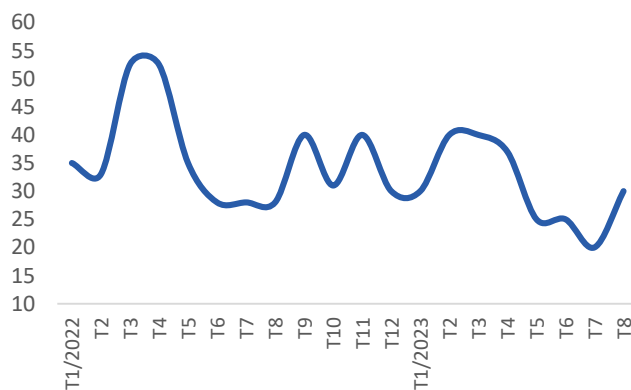
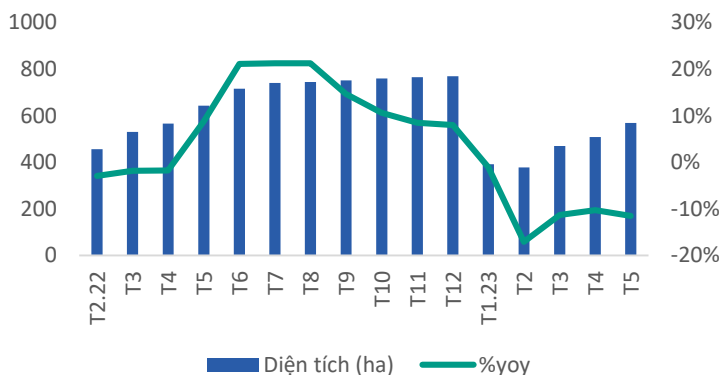
ソース: 米国農業省(USDA)

## 2. 種魚価格の上昇はチャー魚輸出価格をサポートする。

2023年第2四半期初の期間には、再放流と適度な給餌は2023年末の期間と2024年初の期間にチャー魚の供給に直接影響するだろう。現在、BSCはチャー魚の供給が改善の兆しを見せていない理由は(1)5月の時点でチャー魚の池面積が前年同期比11.5%減の569ヘクタールである、(2)悪い天候による損失率の増加ということから由来した。8月の種魚価格は前月比50%増の3万VND/キロだった。

5月の集約的販売及び準集約的養殖池の面積は前年同期比11.5%減となった

8月には供給が縮小されたため、種魚価格が再び急騰した。



ソース: BSC

ソース: BSC

## IV. 業績予測

BSCはVHCの2023年売上高を前年比22%減の10兆2,160億ドン、少数株主利益等控除利益を同36%減の1兆2,810億ドン、EPSfwを6,978VND/株、Pefwを12xと予測しております。

BSC は以下の仮定を基づく、VHC の 2024 年売上高を前年比 18%増の 12 兆 380 億ドン、少数株主利益等控除利益を同 30%増の 1 兆 6,670 億ドン、EPSfw を 9,089 VND/株、Pefw を 9.2xと予測しております。

- (1) 2023 年～2024 年の期間におけるチャー魚の平均販売価格はそれぞれ、前年比 20%減、同 13.5%減となる。
- (2) 2023 年～2024 年の期間におけるチャー魚輸出量はそれぞれ、前年比 16%減の 7 万 5,516t、同 11%増の 8 万 4,017tとなる。
- (3) 煎餅などの他の収入は前年比 5%増の 1 兆 8,600 億ドンである。
- (4) 2023 年と 2024 年の家畜飼料添加物経営事業による収入はそれぞれ、前年比 20%減の 1 兆 8,850 億ドン、同 10%増の 2 兆 730 億ドンだ。
- (5) 2023 年と 2024 年の売上総利益率はそれぞれ、19.2%、20.2%となる。

### VHC の 2023 年～2024 年の業績予測

	単位	2022 年(実施済)	2023 年予測	2024 年予測	%yoy 2023	%yoy 2024
平均販売価格	USD/t	3,987	3,202	3,616	-20%	13%
<b>販売量</b>						
チャー魚	t	90,190	75,516	84,068	-16%	11%
米国	t	56,544	45,235	52,020	-20%	15%
中国	t	8,679	7,811	8,593	-10%	10%
EU	t	10,951	9,856	10,841	-10%	10%
その他	t	14,016	12,615	12,615	-10%	0%
<b>金融活動事業</b>						
売上高	Tỷ đồng	13,231	10,216	12,038	-23%	18%
チャー魚		8,451	5,682	7,144	-33%	26%
Phụ phẩm 食品添加物		2,356	1,885	2,073	-20%	10%
コラーゲンとゼラチン		877	789	868	-10%	10%
その他		1,771	1,860	1,953	5%	5%
売上総利益		2,976	1,957	2,479	-34%	27%
売上総利益率		22.5%	19.2%	20.6%		
販売費用		(349)	(235)	(277)		
販売費用率		2.6%	2.3%	2.3%		
管理費用		(372)	(287)	(339)		
管理費用率		2.8%	2.8%	2.8%		
財務費用		(370)	(280)	(289)		
借入費用		(97)	(156)	(146)		
税引前利益		2,323	1,507	1,960	-35%	30%
税引後利益		2,013	1,306	1,699	-35%	30%
少数株主持分		1,975	1,281	1,667	-35%	30%
EPS(VND/株)		10,771	6,987	9,089	-35%	30%

ソース: BSC research の推定・予測

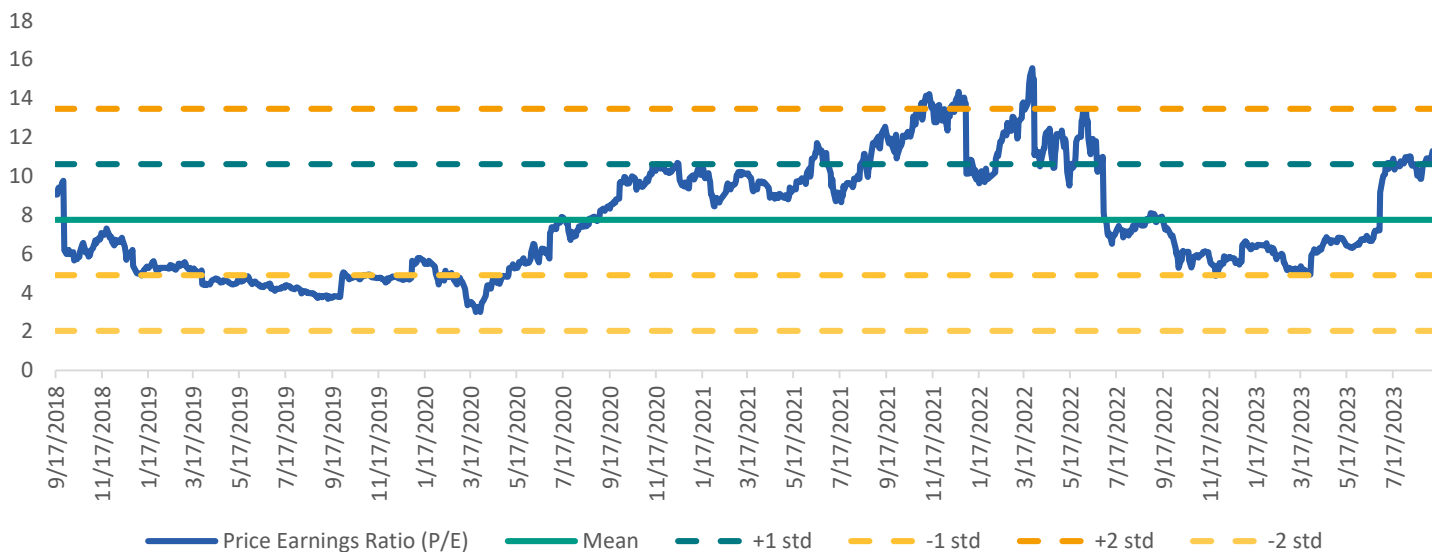
## V. 評価

BSCはVHCの理論価格を2023年9月21日の終値比7%増の9万900VND/株と評価し、投資評価を「ホールド」と推奨しております。

### 評価

P/E 方法	価値
2024年のEPS	9,089VND/株
目標 P/E: 9x	10
合理的な価格(VND/株)	90,900VND/株

VHCのP/E(5年間)



付録

業績(10億 VND)	2020	2021	2022	2023F	2024F
売上高	7,037	9,054	13,231	10,216	12,038
売上原価	(6,022)	(7,298)	(10,255)	(8,259)	(9,559)
売上総利益	1,015	1,756	2,976	1,957	2,479
金融活動事業による収益	227	195	434	348	382
財務費用	(101)	(107)	(370)	(280)	(289)
そのうち:借入費用	(38)	(35)	(97)	(156)	(146)
合併・関連会社からの損益	(0)	(0)	0	0	0
販売費用	(171)	(344)	(349)	(235)	(277)
管理費用	(148)	(213)	(372)	(287)	(339)
経営活動事業による利益	821	1,287	2,319	1,503	1,956
他の収入	(18)	(8)	4	4	4
税引前利益	803	1,280	2,323	1,507	1,960
法人税額	(84)	(173)	(310)	(201)	(262)
税引後利益	719	1,107	2,013	1,306	1,699
少数株主持分	(0)	8	38	24	32
親会社株主帰属利益	719	1,099	1,975	1,281	1,667
EPS(VND/株)	3,923	5,993	10,771	6,987	9,089

バランスシート(10億ドン)	2020	2021	2022	2023F	2024F
現金及び現金相当	41	195	553	1,802	3,954
短期投資	1,374	1,272	1,768	1,839	1,912
短期未収金	1,689	2,132	2,330	1,799	2,120
棚卸資産	1,508	1,793	2,818	2,874	2,931
他短期投資	124	150	172	133	156
短期投資	<b>4,735</b>	<b>5,543</b>	<b>7,640</b>	<b>8,446</b>	<b>11,073</b>
長期未収金	1	2	3	2	3
有形固定資産	2,976	3,569	4,567	4,609	4,651
原価償却	(1,168)	(1,502)	(1,743)	(2,074)	(2,407)
投資資産	-	-	-	-	-
原価償却	-	-	-	-	-
建設中中期資産	384	561	566	566	-
長期投資	62	66	66	16	16
長期投資	210	499	484	374	441
長期資産	<b>2,466</b>	<b>3,195</b>	<b>3,943</b>	<b>3,494</b>	<b>2,704</b>
総資産	<b>7,202</b>	<b>8,738</b>	<b>11,583</b>	<b>11,940</b>	<b>13,777</b>
買掛金	836	945	1,485	1,225	1,394
短期借入	1,106	1,735	2,214	1,761	2,040
短期借入総額	<b>1,941</b>	<b>2,680</b>	<b>3,698</b>	<b>2,986</b>	<b>3,434</b>
長期借入	69	156	175	186	186
他の長期借入	16	17	16	6	6
長期借入総額	<b>85</b>	<b>174</b>	<b>191</b>	<b>192</b>	<b>192</b>
負債総額	<b>2,026</b>	<b>2,854</b>	<b>3,889</b>	<b>3,177</b>	<b>3,626</b>
出資金	1,834	1,834	1,834	1,834	1,834
株式会社化による資本剰余金	224	224	264	264	264
他の株主資本	(114)	(114)	0	0	0
未処分利益	3,228	3,838	5,426	6,469	7,827
少数株主持分	4	102	171	195	227

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2020	2021	2022	2023F	2024F
(税引後利益)	803	1,280	2,323	1,507	1,960
原価償却及び割当て	203	285	327	331	334
流動資本変更	(405)	(910)	(1,254)	355	(300)
他の調整	(209)	(323)	208	(201)	(262)
営業活動からキャッシュフロー	392	332	1,604	1,991	1,732
固定資産購入額	(551)	(583)	(1,122)	(42)	523
他の投資	166	(259)	(407)	(20)	(73)
投資活動からキャッシュフロー	(384)	(843)	(1,528)	(63)	450
配当金	(364)	-	(367)	(238)	(309)
借入から金額	309	665	497	(442)	279
他の未収金	2	-	154	-	-
金融活動からキャッシュフロー	(53)	665	284	(680)	(30)
初期キャッシュフロー	<b>86</b>	<b>41</b>	<b>195</b>	<b>553</b>	<b>1,802</b>
中期キャッシュフロー	(46)	155	360	1,249	2,152
最後期キャッシュフロー	<b>41</b>	<b>195</b>	<b>553</b>	<b>1,802</b>	<b>3,954</b>

指数(%)	2020	2021	2022	2023F	2024F
支払能力					
流動比率	2.4	2.1	2.1	2.8	3.2
当座比率	1.6	1.3	1.3	1.8	2.3
資本構成					
負債比率/総資産	28%	33%	34%	27%	26%
負債比率/株主資本	39%	48%	51%	36%	36%
稼働能力					
棚卸資産回転期間	91	90	100	127	112
売掛金回収期間	88	86	64	64	64
利益性					
売上総利益率	14%	19%	22.5%	19.2%	20.6%
税引後利益率	10%	12%	15%	13%	14%
ROE	14%	19%	26%	15%	16%
ROA	10%	13%	17%	11%	12%
成長率(前年同期比)					
売上高	-11%	29%	46%	-23%	18%
税引後利益	-39%	56%	84%	-31%	27%
税引前利益	-39%	59%	82%	-35%	30%
EPS	-56%	53%	80%	-35%	30%
流行中株数(100万株)	183	183	183	183	183
簿価(VND/株)		32,086	41,959	47,782	55,357

株主資本	5,176	5,884	7,694	8,762	10,151
総資本	7,202	8,738	11,583	11,940	13,777

---

## 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

10&11F BIDV Tower  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC ホーチミン 支店

9F 146 Nguyễn Công Trứ  
District 1, Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

