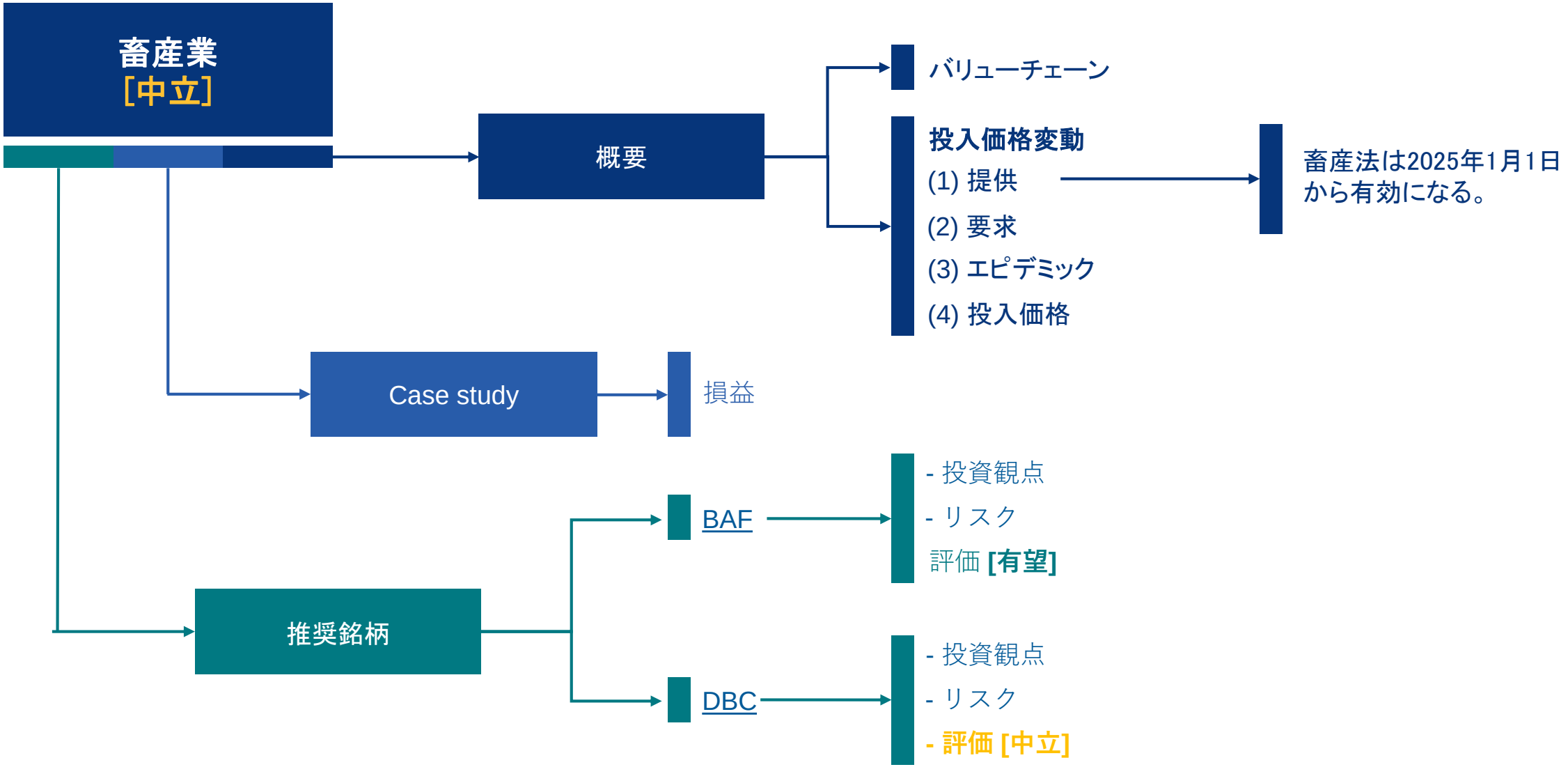
畜産業 –「中立」

2024年6月

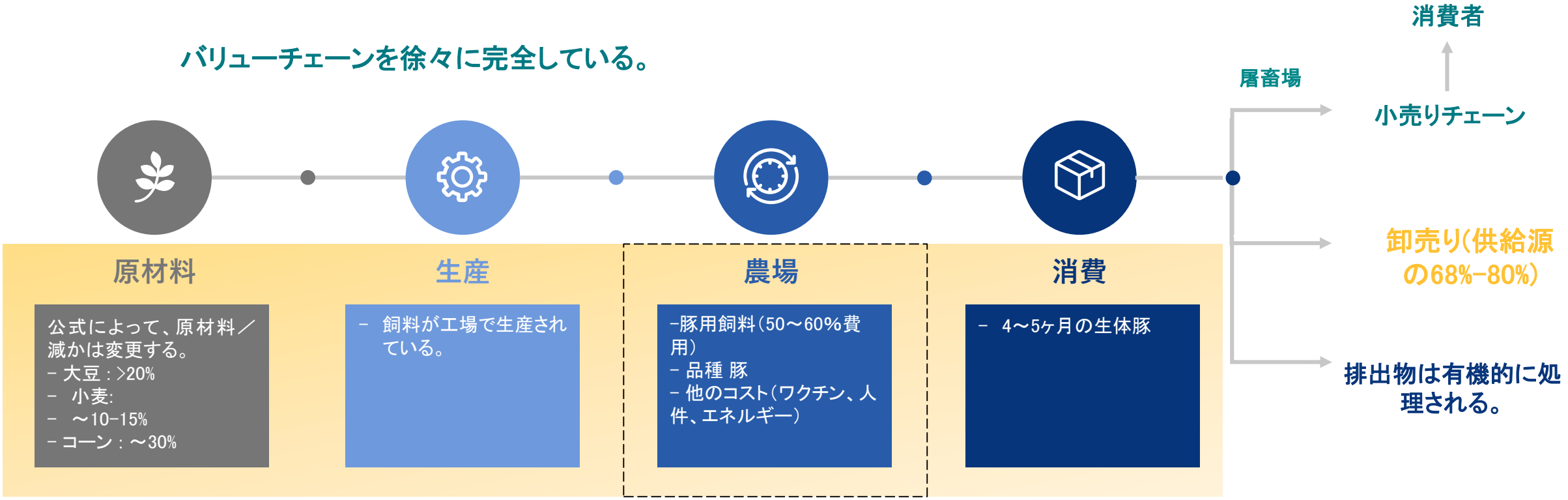
BSC
BIDV SECURITIES JSC

概要


畜産業
[中立]
概要
バリューチェーン
投入価格変動
(1) 提供
(2) 要求
(3) エピデミック
(4) 投入価格
畜産法は2025年1月1日から有効になる。
Case study
損益
推奨銘柄
BAF
- 投資観点
- リスク
評価 [有望]
DBC
- 投資観点
- リスク
- 評価 [中立]

バリューチェーン

バリューチェーンを徐々に完全している。

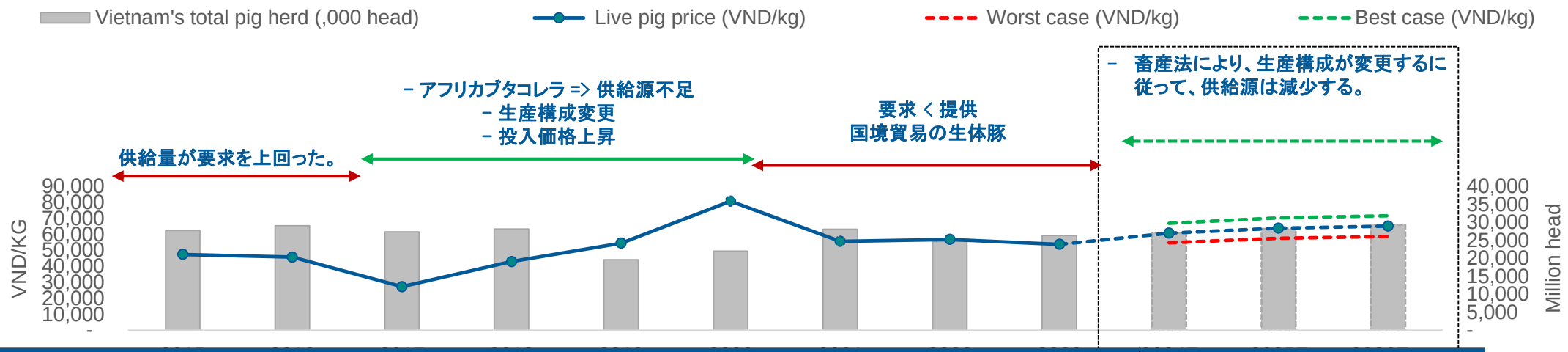


小規模畜産または伝統的な農場

畜産企業または現代的な農場

- ほとんどの上場畜産企業は「飼料-農場-食品」というバリューチェーンを保有している。しかし、食品経営活動は効果をまだ発揮しない。
- 上場企業: DBC, BAF, MML, VSN, HAGなど

2014年～2024年期間における生体豚価格



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F +
価格	-7%	-4%	-40%	58%	27%	48%	-31%	2%	-5%	13%	5%	2%
主要な要素	供給源が要求を上回った。			アフリカブタコレラがブームになった。			要求は弱い。			畜産法		
(1)提供原 (100万t)	3.52	3.70	3.74	3.83	3.30	3.47	4.18	4.54	4.87	5.01	5.21	5.42
%YoY	4%	5%	1%	2%	-14%	5%	20%	9%	7%	3%	4%	4%
–国境貿易の生体豚の供給源												
– 生産構成変更		*大中規模農場*			*アフリカブタコレラ + 投入価格上昇*				-		*畜産法*	
小規模畜産	60%-70%	50%-60%				40% -50%						25%-30%
(2) 供給源 (100万t)	2%	3%	2%	4%	-17%	-3%	5%	4%	4%	4%	4%	5%
(3)アフリカブタコレラ	NA	NA	NA	NA	30.6%	0.4%	1.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%YoY						-99%	224%	-79%	-40%			
(4) 投入価格	-	-9%	4%	5%	0%	3%	16%	20%	7%	-7%	3%	3%

ソース: BSC Research, Hoichannuoi.vn, GSO, nhachannuoi.vn

畜産法のまとめ

- **研究とトレーニング**: 科学研究のサポート、スキル向上を促進する。
- **家畜の品種**:新品種を登録して、認証するのは要求される。
- **飼料**:品質と安全基準を検査した。
- **動物福祉**: 人道的な扱いを実施し、不必要な危害を禁止する。
- **環境保護**:廃棄物管理と汚染防止の要件
- **屠畜と処理**: 人道的かつ衛生的な基準を確保します。食品安全コンプライアンス。
- **疾病コントロール**: 疾病の予防および管理政策を措置する。
- **貿易及び輸出**:動物及び商品の取引、輸入出に関する基準を実施する。

畜産法は2025年1月1日から有効になる。

↓

都市、住宅区の畜産禁止地域では家畜の飼育を禁止する。

↓

地域によって畜産の規模、密度、距離などの規制

↓

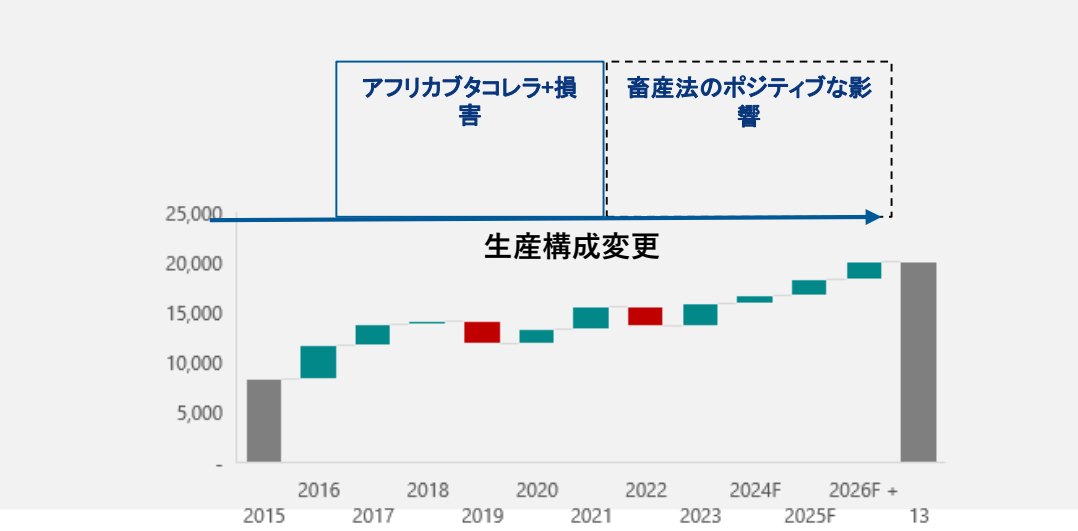
全国の数万畜産場は住民区から移転され、停止させられる。

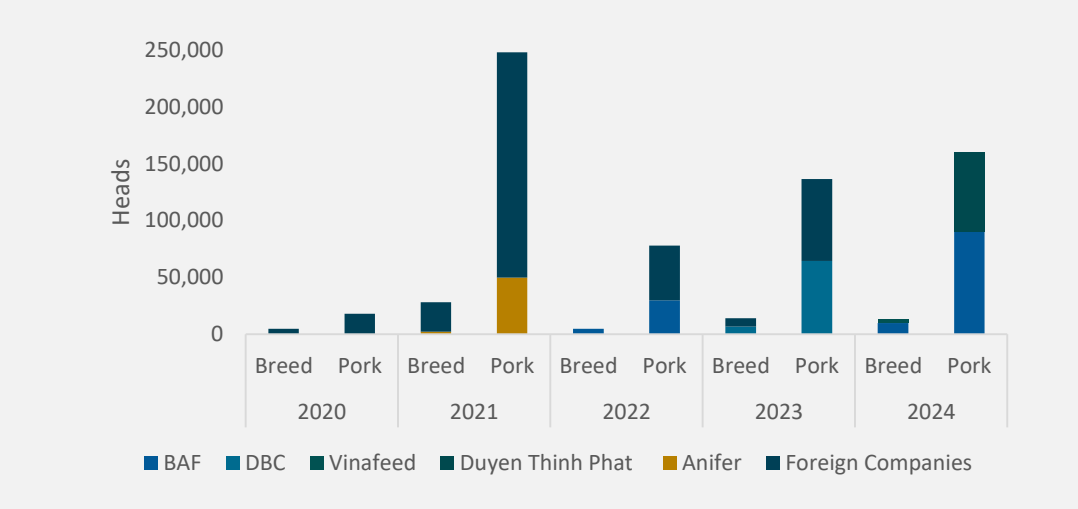
リスク:(1)再投資の資本金、(2)畜産土地、(3) 農場移転中の育品種家の収入などの問題により、畜産法の施行は遅くなるリスクがある。

畜産業に影響を及ぼす要素

(1) 生産構成は畜産業に移転する。畜産業のシェアは30%から50～60%に拡大する。 家庭畜産のシェアは2018年～2024年期間に疫病により、減少した。現代的な畜産企業は畜産法が2025年1月1日から有効になるという恩恵を向ける。

(2) 2025年～2030年期間：農場の建設進捗が早くなる。畜産法が遅く施行すれば、供給源が増加するのは価格に引き下げるだろう。





Source: BSC Research, Hoichannuoi.vn, GSO, nhachannuoi.vn

そのために、畜産業を「中立」と評価し、競争性が高い企業は中期的に発展余地があると期待しております。

2023-2030+

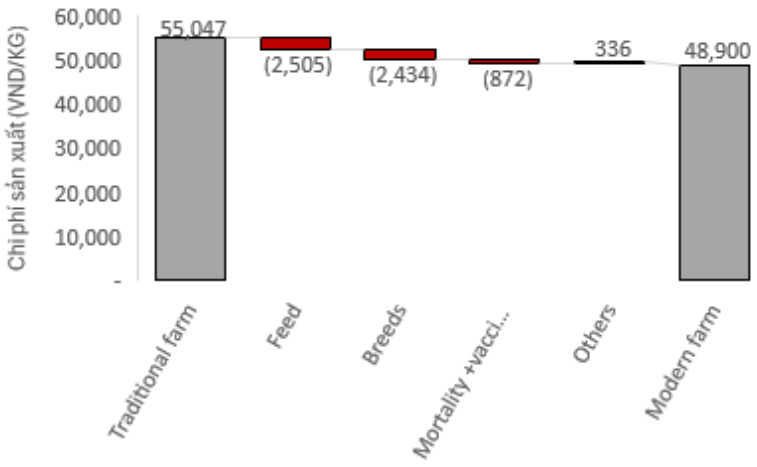
競争性が高い

- 規模利点
- 活動最適化
- 完成バリューチェーン：Feed-Farm-Food

2019-2025

生産構成変更

Case study: 経営効率



Chuyển đổi cơ cấu sản xuất từ trang trại truyền thống sang trang trại hiện đại

費用最適化:

1. **飼料:** 飼料混合原料 (FCR) を積極的に探す。
2. **品種 :** 高い質の品種原を主動的に研究する。
3. **死亡率:** バイオセキュリティ政策を効果的に適用する。
4. **他の費用:**

中期的な成長の鍵は生産コストの最適化だろう。
⇒ 生産コストの最適化は生体豚の価格変動に対しての耐性を強化する。

伝統的な畜産モデルの仮定:（1）農場が1万頭を収容できる、（2）品種及び飼料を積極的に探さなくて、畜産のみに集中する。注意点はアフリカブタコレラの防止力によって費用コストが変更する可能性がある。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F +
状況	普通		販売価格下落	死亡率上昇 + 投入価格上昇		供給源減少	販売価格下落 + 原材料上昇			販売価格上昇 + 原材料下落		
豚価格（VND/キロ）	47,500	45,750	27,250	43,000	54,500	80,750	55,600	56,900	53,800	60,869	63,912	65,191
%YoY	-7%	-4%	-40%	58%	27%	48%	-31%	2%	-5%	13%	5%	2%
生産コスト（VND/キロ）	(42,723)	(40,208)	(39,339)	(43,073)	(59,650)	(65,730)	(54,996)	(59,665)	(59,228)	(55,047)	(56,242)	(55,799)
%YoY	-1%	-6%	-2%	9%	38%	10%	-16%	8%	-1%	-7%	2%	-1%
損益	**4,777**	**5,542**	**(12,089)**	**(73)**	**(5,150)**	**15,020**	**604**	**(2,765)**	**(5,428)**	**5,822**	**7,671**	**9,391**
利益率（%）	*10%*	*12%*	*-44%*	*0%*	*-9%*	*19%*	*1%*	*-5%*	*-10%*	*10%*	*12%*	*14%*

ソース: BSC Research, Hoichannuoi.vn, GSO, nhachannuoi.vn

BAF – 利益は突破

2024年～2025年の理論価格: 26,200 VND – Upside +25%

投資観点

企業: BAFのコア事業は2017年から主に農産物貿易事業である。現在、BAFは農場から食卓までのクローズド3Fチェーンモデル（飼料–農場–食品）を連続で完全している。

投資観点:

(1) 2024年と2025年の税引後利益はそれぞれ前年比+1763%増、同+27%増加すると予測されております。

(i) 2024年と2025年の生体豚の産量はそれぞれ、前年比+150%増、同+48%増となると予測される。

(ii) 2024年及び2025年の売上総利益率はそれぞれ、前年比+16.75%、同+18.21%に達し、2023年の6.6%から上昇する。

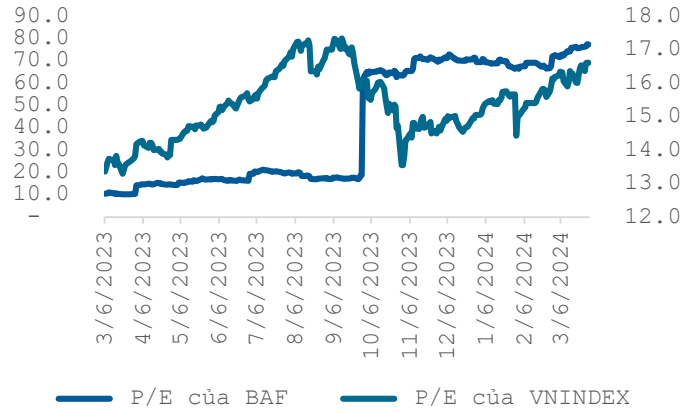
– 体制豚の平均価格は6万VNDの周りで維持し、2023年より高くなる。原因は畜産法により、家庭が損害を被って、畜産を停止するということのためだ。

– 投入原材料の価格は前年比–10%～–20%下落した。

(2) 長期的な競争利点: 売上原価が同業他社より10%～15%安、豚農場の建設進捗が加速される。

リスク: (1) 投入原材料価格が上昇する、(2) 企業管理のリスク、(3) 希薄化

一般的な株式情報	一般的な株式情報 2024年6月21日のアップデート
終値(VND/株)	20,950 VND
時価総額(10億VND)	5,495
30日間平均売買高(千株)	3.7
外国人投資家の保有率	48.2%



感度分析表

VND/キロ	2023年 基盤	ネガティブ2	ネガティブ1	2024年 基盤	ポジティブ 1	ポジティブ2
体制豚	53,985	54,935	57,826	60,869	63,913	67,108
売上総利益率 (%)	6%	25%	29%	32%	35%	38%
税引後利益	26	253	369	491	614	742
EPS FW		1,071	1,562	2,079	2,596	3,139
PE FW		**20.2**	**13.9**	**10.4**	**8.3**	**6.9**

	2022	2023	2024	2025F
P/E (x)	11.0	119.5	10.5	8.3
P/B (x)	2.0	1.5	0.9	0.7
ROA (%)	6%	0%	5%	5%
ROE (%)	16%	1%	13%	14%

	2022	2023	2024	2025F
売上高	7,083	5,199	6,697	7,856
売上総利益	525	343	1,122	1,430
NPAT	286	26	491	624
EPS	1,912	175	2,057	2,529

ソース: BSC Research

DBC – 2024年に回復への期待

2024年～2025年の理論価格:34,900 VND – Upside –4%

投資観点

企業:DBCは飼料生産、家畜品種、家禽および食品加工を主な分野とする多業品種企業です。また、DBCは工業団地、都市のインフラ建設投資、不動産経営分野にも参加しております。

投資観点:

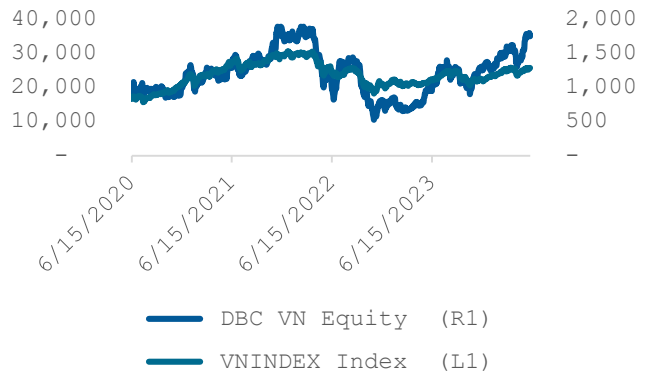
2024年と2025年の売上総利益率はそれぞれ、12.4%、12.7%に達し、2023年の-4%から上昇すると予測されている。原因は(1)体制豚価格が6万で維持する、(2)飼料価格が前年比-5%～20%下落するということから由来する。

アフリカブタコレラ後の豚群の回復及び2023年に新規農場のおかげで、豚産量は前年比+17%増となる。

Catalyst: (1) アフリカブタコレラワクチンを研究し、成功的に販売する、(2) 第三者割当

リスク: (1)原材料価格が上昇する、(2) 動物および家禽の病気、(3)豚群が期待より遅く回復する。

一般的な株式情報	一般的な株式情報 2024年6月21日のアップデート
終値(VND/株)	36,300 VND
時価総額(10億VND)	8,785
30日間平均売買高(千株)	96.1
外国人投資家の保有率	37.5%



VND/キロ	2023年 基盤	ネガティブ2	ネガティブ 1	2024年 基盤	ポジティブ 1	ポジティブ2
体制豚	53,985	54,935	57,826	60,869	63,913	67,108
売上総利益率 (%)	-4%	7%	12%	16%	20%	21.20%
税引後利益	25	331	397	468	538	612
EPS FW		1230	1478	1,739	2001	2275
PE FW		30	25	21	18	16

	2022F	2023E	2024F	Vnindex
P/E (x)	1,691	351.3	18.8	14.4
P/B (x)	1.9	1.9	1.7	1.8
ROA (%)	0.04%	0%	3%	2%
ROE (%)	0.11%	1%	9%	12%

	2022	2023	2024	2025
売上高	11,558	11,110	13,619	14,712
売上総利益	960	1,114	1,686	1,874
NPAT	5	25	468	567
EPS	19	(93)	1,736	2,146

ソース: BSC Research