

2020 年 2 月 20 日

新型コロナウイルス感染症により悪影響受け

推奨

観察

評価

Nguyễn Thị Cẩm Tú (業界分析)

tuntc@bsc.com.vn

目標価格	35,000
終値	34,450
Upside	1.6%

Lê Quốc Trung (テクニク分析)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格	N/A
損切値	N/A

市場データ

発行済株式数(100 万株)	183,376,956
時価総額(10 億ドン)	6,368
過去 52 週間の最高値(VND)	56,150
過去 10 日の売買高(株)	159,571
外国人投資家の保有率	34.50%

大口株主(%)

Trương Thị Lệ Khanh	42.88%
Mitsubishi Corporation	6.50%
Quỹ Đầu tư Việt Nam	4.98%
Norges Bank	2.63%
KB Vietnam Focus Balanced Fund	1.57 %

Chart (1 year)



企業概要: VHC の主な事業は水産養殖・加工・販売である。主な製品はチャー魚製品・バラマンディ製品及び付加価値製品である。主な輸出市場は米市場、ヨーロッパ指標と中国市場である。

BSC は VHC の 2020 年理論価格を 35,000VND/株と評価し、VHC の投資評価を「観察」と推奨しております。

2020 年業績の予測

2020 年には、BSC は VHC の売上高を前年比 9.9%増の 8 兆 6,450 億ドン、税引後利益を同 18.9%減の 9,560 億ドン、EPS を 5,197VND/株、PEfwh を 6.6 と予測しております。

投資リスク

+ 新型コロナウイルス感染症により影響されていることで、中国市場での消費量が減少する。

+ POR15 税率が正式に 0%になると、水産企業は米市場への輸出を強化する。

業績アップデート

2019 年の業績は大幅に減少した。2019 年には、VHC の収入は前年比 15.14%減の 7 兆 8,670 億ドン、年間計画の 78.3%を達成した。税引後利益は同 18.16%減の 1 兆 1,804 億ドン、年間計画の 94%を達成した。2019 年 11 ヶ月の輸出額は前年同期比 12.4%減の 2 億 9,600 億ドンを達した。そのうち、11 月の輸出額は前年同期比 13.1%減の 3,300 万ドルを達した。

BSC は、重要な市場での需要がまだ向上されていないことで、2020 年業績の成長率は大きく上昇しないと考えております。

新型コロナウイルス感染症の影響は 2020 年第 1 四半期に中国市場及びその市場の消費量に大きな影響を与える。チャー魚事業の主な成長原動力は中国市場である。しかし、中国市場は短期的に困難を直面していることで、チャー事業の見通しは弱気となる。

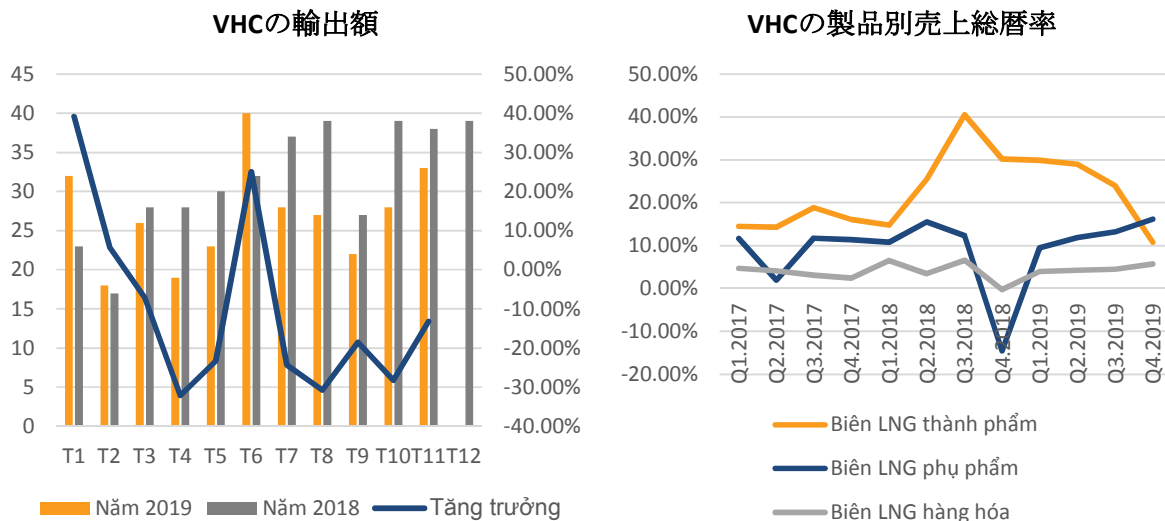
2019 年業績は大きく減少した。2019 年には、VHC の収入は是年費 15.14%減の 7 兆 8,670 億ドン、年間計画の

VHC_ビンホアン株式会社

78.3%を達した。VHC の 2019 年税引後利益は同 18.16%減の 1 兆 1,804 億ドン、年間計画の 94%を達成した。

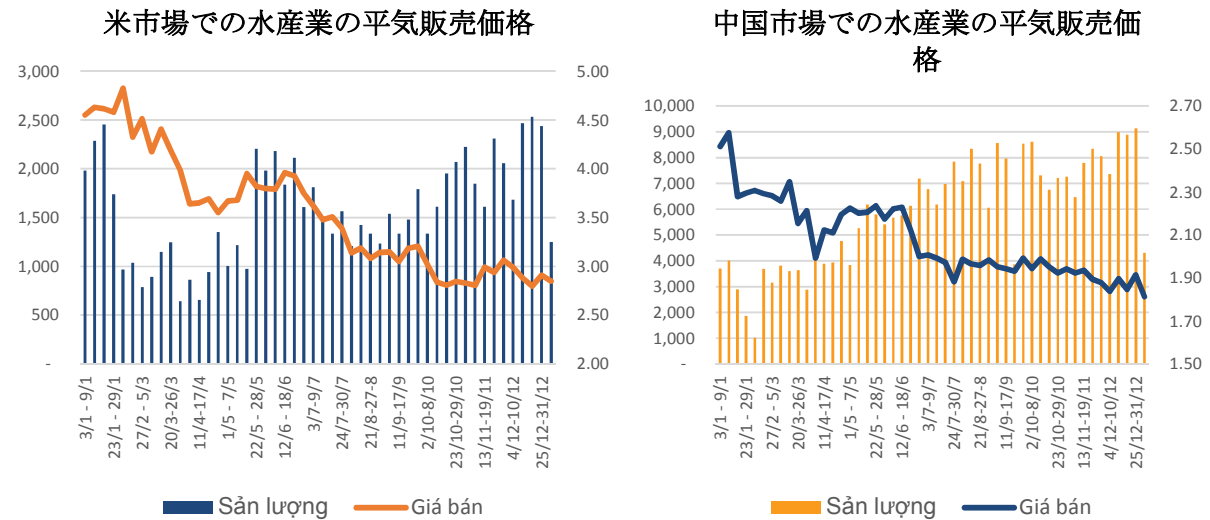
減少の原因は以下の通り。

- (1) 輸出額が大きく減少した。2019 年には、米市場とヨーロッパ市場への輸出額はそれぞれ、前年比 48.5%減の 2 億 7,050 万ドル、同 2.3%減の 2 億 2,590 万ドルだった。中国市場への輸出額は同 22.7%増の 6 億 1,960 億ドンとなった。米市場と中国市場での平均販売価格はそれぞれ、年初比 36.06%減の 1 キロ当たり 3.55 ドル、同 23.80%減の 1 キロ 2.08 ドルでだった。



ソース: VHC

- (2) 製品別売上総利益率は予測より低かった。切身フィレチャー魚では、輸出価格と投入原材料の価格がマイナスに変動したことで、VHC の 2019 年売上総利益率は大幅に減少し、とりわけ、2019 年 4 四半期の売上総利益率はそれぞれ、29.87%、28.98%、23.95%、10.77%となった。



ソース: BSC Research

2020 年見通しと BSC の予測

チャー魚生産企業の 2020 年見通し。BSC は、重要な市場での需要がまだ向上されていないことで、2020 年業績の成長率は大きく上昇しないと考えております。米市場と中国市場は現在の時点で回復シグナルをまだ見せていない。しかし、BSC は輸出額が 2020 年下半年から向上されると期待しております。新型コロナウイルス感染症の影響は 2020 年第 1 四半期に中国市場及びその市場の消費量に大きな影響を与える。チャー魚事業の主な成長原動力は中国市場である。しかし、中国市場は短期的に困難を直面していることで、チャー事業の見通しは弱気となる。

チャー魚産業への新型コロナウイルス感染症の影響。中国・香港市場での輸出額は 2019 年に、前年比 25.3%増の 6 億 6,250 万ドル、総輸出額の 33%を占めた。新型コロナウイルスの影響はチャー魚産業にマイナスな影響を与えている。チャー魚生産企業も短期的にマイナスな影響を受けるだろう。BSC は 2020 年第 1 四半期には、中国市場への輸出額と輸出量が減少すると考えております。

2020 年業績の予測

2020 年には、BSC は以下の仮定に基づく VHC の売上高を前年比 9.9%増の 8 兆 6,450 億ドン、税引後利益を同 18.9%減の 9,560 億ドンと予測しております。

VHC_ビンホアン株式会社

+ 収入構成: 切身フィレチャー魚では、完成品収入は前年比 8.6%増の 6 兆 1,890 億ドン、総収入の 71.6%を占めている。商品収入及び副産物収入はそれぞれ、前年比 23.9%増の 1 兆 4,410 億ドン、同 0.7%減の 9,600 億ドンを達します。

+ 販売価格と産量: 産量が前年比 10%増となる見込みだ。平均販売価格は前年比 2%減となる見込み。

+ 2020 年の売上総利益率は 16.9%で、前年の 19.4%から減速すると予測しております。BSC は 2020 年売上総利益率が縮小されると予測しております。減少の原因は(1)販売価格が前年比 2%減となる;(2)原材料費用が 9%増加することから由来します。

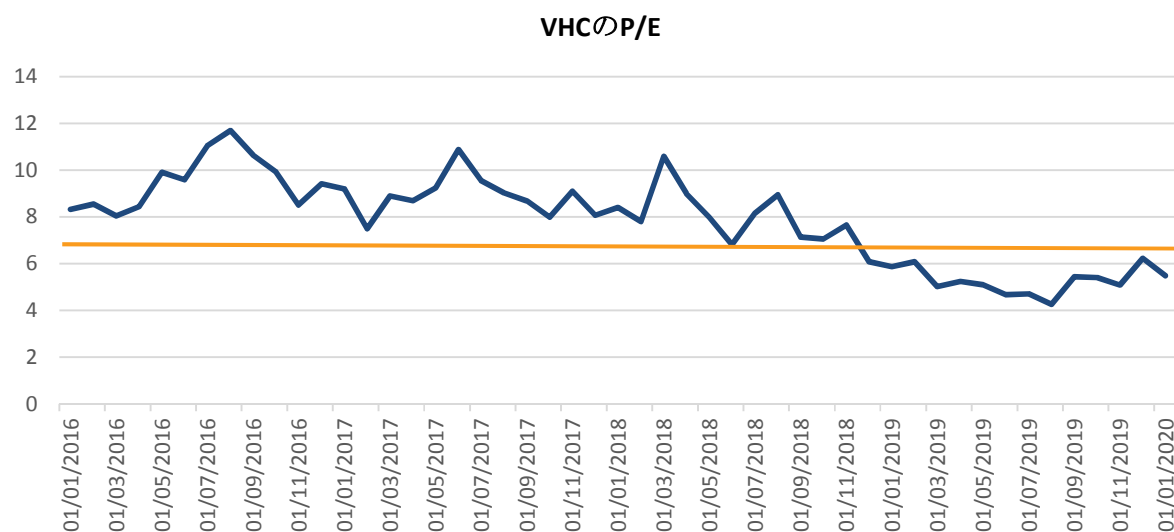
+ VHC の 2020 年管理・販売費用は収入の 5%を占める。

VHC の業績予測

単位:10 億ドン	2018 年	2019 年	2020 年予測	2020 年予測)変更後)
売上高	9,271	7,867	11,233	8,643
前年同期比	13.7%	-15.1%	42.8%	9.8%
完成品販売の収入	7,366	5,699	8,881	6,189
副産物収入	1,102	967	1,416	960
商品販売の収入	864	1,163	936	1,441
原材料販売の収入	21	9	47	47
サービス収入	53	55	6	5
販売原価	(7,232)	(6,334)	(8,919)	(7,183)
売上総利益	2,039	1,533	2,314	1,461
売上総利益率	21.9%	19.4%	20.6%	16.9%
販売費用	(210)	(252)	(247)	(268)
販売費用率	2.2%	3.2%	2.2%	3.1%
管理費用	(144)	(149)	(181)	(133)
管理費用率	1.5%	1.8%	1.6%	1.7%
税引前利益	1,688	1,309	1,826	1,125
税引後利益	1,442	1,180	1,552	956

EPS	15,489	12,573	8,376	5,197
前年同期比	137.9%	-18.8%		

+ PE 方法:



ソース: Bloomberg

PE 方法	2020	2021	2022
EPS	5,197	5,455	7,110
PE	5.5	5.5	5.5
理論価格	28,600	30,000	39,100

+ FCFE 方法:

	2020	2021	2022	Chi phí vốn bình quân	
Dòng tiền tự do công ty	338	590	740	Rf	6%
Giá trị hiện tại	294	463	489	Beta	0.9
Tổng giá trị DN	8,293			Ke	13.83%
Nợ	866			Kd	8%
VCSH	7,427			E/A	60%
Số lượng cổ phiếu	183,376,956			Tax rate	20%
Giá trị mỗi cổ phiếu	40,500			WACC	10.86%
				g	1%

VHC_ビンホアン株式会社

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	41,500	50%	20,750
P/E	28,600	50%	14,300
Giá mục tiêu			35,050
Giá hiện tại			34,450
Upside			1.74%

BSC は P/E 方法と FCFF 方法 を基づく VHC の 2020 年理論価格を 35,000VND／株と評価し、VHC の投資評価を「観察」と推奨しております。

財政分析

	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019
売上高	2,754	1,789	2,025	1,882	2,171
売上総利益	573	421	428	370	305
財務収入	33	31	148	35	54
財務費用	(34)	(24)	(24)	(22)	(24)
借入利息	(20)	(18)	(15)	(14)	(12)
販売費用	(55)	(49)	(62)	(65)	(76)
管理費用	(46)	(45)	(35)	(32)	(38)
営業利益／損失	488	346	444	286	222
他の収入	(1)	(0)	6	(2)	0
税引前利益	487	346	449	283	223
税引後利益	416	307	392	254	199
少数株主持分	(0)	-	-	-	-
親会社株主利益	416	307	392	254	199
EPS	4,420	3,326	4,437	2,692	2,118
短期資産	4,130	4,111	4,443	4,664	4,612
現金及び現金相当	651	1,072	1,183	1,340	1,578
短期未収金	2,000	1,226	1,286	1,451	1,516
在庫	1,377	1,711	1,875	1,779	1,414
他の短期資産	103	103	99	94	103
長期資産	2,169	2,147	1,804	1,836	2,001
長期未収金	2	1	1	6	6
固定資産	1,407	1,396	1,449	1,431	1,504
進行中である長期資産	259	281	238	245	335
他の長期資産	105	106	111	153	155
総資産	6,299	6,258	6,247	6,500	6,613
買掛金	2,275	1,935	1,737	1,708	1,734
短期負債	2,242	1,906	1,709	1,687	1,714
短期借入	1,269	1,208	994	1,007	866
長期負債	33	30	28	21	20
長期借入	-	-	-	-	-
株主資本	4,024	4,323	4,509	4,791	4,879
出資資本	924	924	924	924	1,834
未処分利益	2,876	3,175	3,362	3,644	2,933
総資本	6,299	6,258	6,247	6,500	6,613

2019 年の売上高は是年費 15.2%減の 7 兆 8,670 億ドン を達した。輸出額は 1 億 5,800 万ドルとなった。

2019 年の売上総利益率は 19.4%で、前年の 21.9%から 減速した。
完成品事業の売上総利益率は 10.77%で、直近の 16ヶ月 に最低値だった。

販売・費用管理の比率は 5%で、前年の 6%から減速 したことで、活動費用率が向 上された。

2019 年 12 月 31 日の時点 で、VHC の預金額は 1 兆 5,780 億ドン、年初比大幅に 増加した。

Coast Beacon からの未集金 は 8,050 億ドンだった。そのう ち、2019 年第 4 四半期には、 Octogone からの未収金は 2,710 億ドンだった。
2019 年第 4 四半期の在庫は 大きく減少した。

短期借入が減少している傾 向がある。

VHC_ビンホアン株式会社

売上高の成長率(%)	27.5%	-0.8%	-5.2%	-25.4%	-23.3%
売上総利益率	20.8%	23.5%	21.2%	19.7%	14.1%
借入費用／売上高	0.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
販売費用／売上高	2.0%	2.7%	3.1%	3.5%	3.5%
管理費用／売上高	1.7%	2.5%	1.7%	1.7%	1.7%
純利益率	15.1%	17.2%	19.4%	13.5%	9.2%

いくつかの基本的な財務指標

Q4 2018 Q1 2019 Q2 2019 Q3 2019 Q4 2019

1. 支払能力

流動比率	1.84	2.16	2.60	2.76	2.69
当座比率	1.18	1.21	1.44	1.65	1.80

支払能力は安全的な水準で留まっている。

2. 資本構成

短期資産／総資産	0.66	0.66	0.71	0.72	0.70
長期資産／総資産	0.34	0.34	0.29	0.28	0.30
負債比率／総資産	0.36	0.31	0.28	0.26	0.26
負債比率／株主資本	0.57	0.45	0.39	0.36	0.36
短期負債／総資産	0.36	0.30	0.27	0.26	0.26
長期負債／総資産	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	6.70	5.54	4.80	4.21	4.05
売掛金回転率	5.89	7.54	7.26	5.30	6.18
買掛金回転率	31.91	33.91	34.54	54.41	24.31
在庫日	54.46	65.94	76.1	86.6	90.0
売掛日	61.96	48.41	50.3	68.9	59.1
買掛日	11.44	10.76	10.6	6.7	15.0
現金回転率	104.98	103.59	115.8	148.8	134.1

稼働能力は減少した。在庫日数は直近の 5 四半期に引き続き増加している。

4. 利益性

税引後利益／売上高(%)	15.1%	17.2%	19.4%	13.5%	9.2%
税引後利益／株主資本(%)	41.8%	46.3%	44.9%	32.6%	26.5%
税引後利益／総資産	25.8%	28.9%	28.2%	44.4%	18.3%
資産運用による収益／売上	17.7%	19.4%	21.9%	15.2%	10.2%

利益率が 2019 年第 4 四半期に低下した。

5. DuPont モデル

総資産／株主資本	1.63	1.56	1.49	0.70	1.45
収入／総資産	1.66	1.62	1.49	2.68	1.22
EBIT／収入	18.9%	21.5%	22.6%	19.4%	17.4%
EBT／EBIT	96.8%	97.0%	96.9%	95.9%	95.7%
利鞘／税引前利益	85.0%	85.6%	86.5%	88.8%	90.2%

6. 評価

PE	5.86	5.00	-	-	-
PB	2.11	1.92	-	-	-
EPS	4,420	3,326	4,437	2,692	2,118
簿価	5.07	4.72	-	-	-

2020年2月20日

BSC

VHG_ビンホアン株式会社

7. 成長率(前年同期比)					
総資産	25.2%	26.4%	19.5%	8.4%	5.0%
負債	7.9%	-7.6%	-15.5%	-22.9%	-23.8%
売上高	27.5%	-0.8%	-5.2%	-25.4%	-23.3%
売上総利益率	62.0%	66.0%	-5.3%	-50.9%	-46.7%
税引後利益	126.2%	213.9%	19.2%	-58.3%	-52.1%
EPS	123.6%	213.8%	19.2%	-58.3%	-51.0%

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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

Bloomberg: BSCV <GO>

