

GTNの合併後の市場シェアの拡大

推奨: 買

Mã Tuấn Minh Hiên (業界分析)

hien.mtm@bsc.com.vn

目標価格	127,300
終値	106,200
Upside	19.9%
+配当率	3.3%
Total Upside	23.2%

Lê Quốc Trung (テクニク分析)

trunglq@bsc.com.vn

目標価格	117,000
損切値	97,500

市場データ

発行済株式数(100万株)	1,741.42
時価総額(10億ドン)	203,224
過去52週間の最高値(VND)	175,700
過去10日の売買高(株)	869.1
外国人投資家の保有率	58.8%

大口株主

SCIC	36.00%
F&N Dairy	17.31%
Platinum Victory	10.62%

株価の推移(1年間)



[\(link\)](#)

評価

BSCはDCF方法とPE方法を基づくVNMの2020年理論価格を127,300VND／株と評価し、VNMの投資評価を「買い」と推奨しております。

2020年業績の予測

2020年には、BSCはKBCの売上高を前年比10.46%増の62兆2,110億ドン、税引後利益を同6.6増の11兆2,818億ドン、EPSを5,840VND／株、PEFwを18.2x、PBfwを5.4xと予測しております。

事業傾向: MSCIは2020年5月～6月にフロンティア市場のポートフォリオの中にベトナム市場の比率を引き上げる。

投資リスク:

(1) 日用消費財(FMCG)成長率の下落。

(2) 輸出収入の減少

(3) 新型コロナウイルス感染症の影響

VNMの売上高は2019年に前年比7.1%増の56兆3,180億ドンを達し、第4四半期に前年同期比9.5%増の14兆2,390億ドンを達した。VNMの主な成長原動力は以下の要素を基づく。

(1) 国内市場での収入は前年比6.3%増の47兆5,550億ドンとなった。

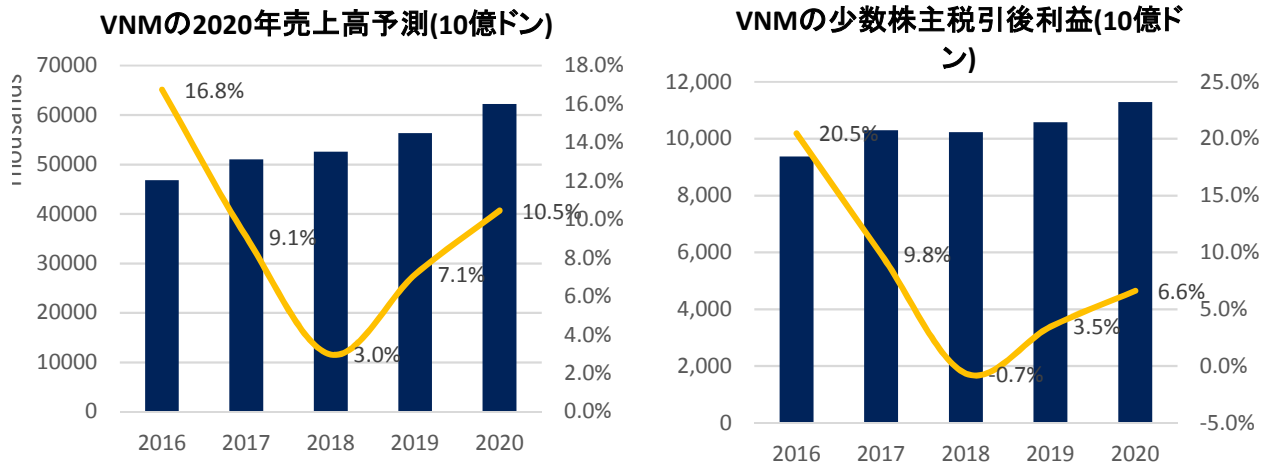
(2) 輸出活動の収入は前年比14.8%増の5兆1,750億ドンとなった。海外子会社での収入は同8.6%増の3兆5,880億ドンとなった。

–売上総利益率は2019年に47.2%となった。

–

2019年第4四半期と2019年の税引後利益はそれぞれ、前年同期比4.7%増の2兆1,760億ドン、前年比3.4%増の10兆5,540億ドンを達した。

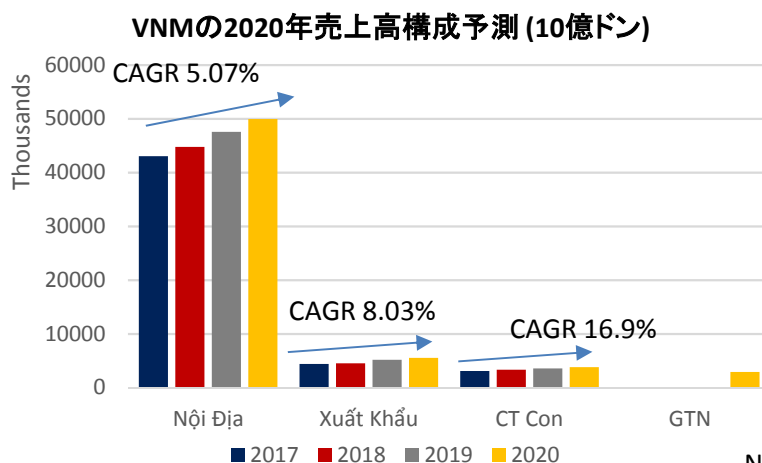
VNMの2019年と2019年第4四半期の売上高はそれぞれ、前年比7.1%増の56兆3,180億ドン、前年同期比9.5%増の14兆2,390億ドンとなった。VNMの2019年第4四半期と2019年の税引後利益はそれぞれ、前年同期比4.7%増の2兆1,760億ドン、前年比3.4%増の10兆5,540億ドンとなった。



VNMの主な成長原動力は以下の要素に基づく。

(1)国内市場での収入は前年比6.3%増の47兆5,550億ドンとなった。VNMの主な成長原動力は、(1)VNMの国内市場シェアが60%で、前年の59%から増加した。、(2)VNMはハノイ、ダナン、ホーチミン市などの県・市の22うちの20における学校向けミルクを落札したことで、市場シェアを拡大している。

ソース: VNM, BSC



Nguồn: VNM, BSC

VNMはGTNフーズの経営支配権を掌握した後、北部に市場シェアを拡大した。現在、VNMの乳牛飼育頭数は15万7,500頭であり、そのうち、VNMとGTNの牛乳飼育頭数がそれぞれ、13万頭、1万7,500頭である。そのために、VNMはMoc Chauに原乳を増加することができます。そのために、GTNでの2020年収入は2兆900億ドンで、VNMの収入(連結)に3%を寄与すると期待されております。

(2)輸出活動による収入は前年比14.8%増の5兆1,750億ドンを達した。海外子会社での収入は前年比8.6%増の3兆5,880億ドンを達した。収入の上昇は(1)

カンボジア市場にあるアンコール乳製品工場は直近の2年間で急速に成長し、効果的に稼働しています。(2)

ラオスにある乳牛飼育場を建設し、規模が牛乳飼育頭数8,000頭、そのうち、000頭のオーガニック乳牛と有機牛乳飼育頭数の4,000頭とHolstein

Friesian牛乳飼育頭数の4,000頭を含み、有機牛乳領域を拡大しています。

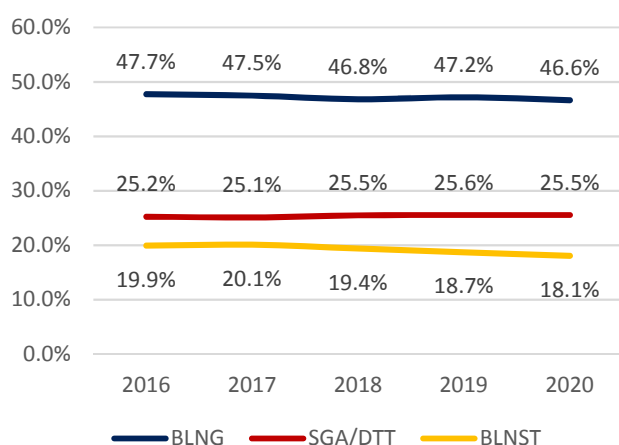
2020年輸出見通し。VNMは2020年第2四半期に中東市場へ牛乳輸出契約を締結し、輸出額が2,000万ドルである。

VNMは中国海関総署から同国向け加糖練乳輸出の取引コードを取得した。現在、VNMは同国向け他の製品輸出の取引コードを待っている。現在、新型コロナウイルス感染症は中国でVu Han省とHo Bac省に集中して、残りの省での生活はそのまま普通であることで、中国市場への輸出が大きな影響はないだろう。売上総利益率は47.2%で、前年の46%から増加した。売上総利益率の増加は(1)

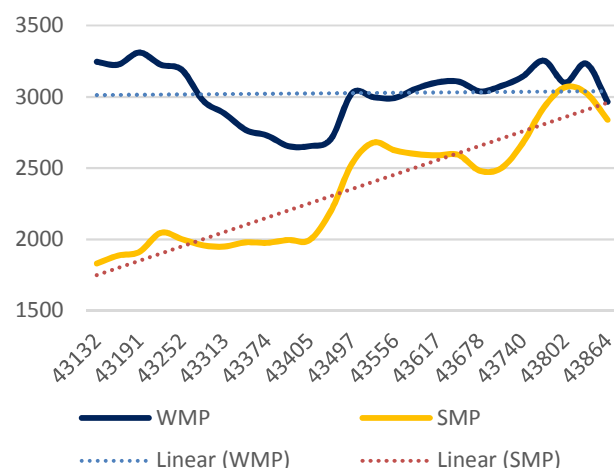
砂糖と脂肪のコストが削減した、(2)源乳の価格が安定している、(3)高い売上総利益率がある製品を集中したということから由来した。

2020年には、GTNと合併したのはVNMの売上総利益率に影響する可能性がある。原因は、GTNの売上総利益率が18~19%だけ達したのはVNMの売上総利益率を46.5%~47%に引き下げた。

VNMの2020年売上総利益率と純利益率
予測 (%)



輸入源乳価格(USD/t)



ソース: globaldairytrade

2020年業績の予測

BSCは2020年には、VNMの売上高を前年比10.46%増の62兆2,110億ドン、税引後利益を同6.6%増の11兆2,818億ドン、EPSを5,840VND／株、PEfwを18.2x、PBfwを5.4xと予測しております。
BSCは、(1)国内市場での2020年収入が前年比5%増の49兆9,410億ドンで、国内市場シェアの成長率が61～62%上昇します、GTNの2020年収入が2兆9,090億ドンとなる；(2)売上総利益率が46.64%まで減少する；(3)販売・管理費用／売上高の割合が25.55%である；(4)財務収入が前年比3%増の8,310億ドンであると仮定しております。

Nguồn: BSC

評価

BSCはDCF方法とPE方法に基づくVNMの2020年理論価格を127,300VND／株と評価し、VNMの投資評価を「買い」と推奨しております。

事業傾向。MSCIは2020年6月にクウェートの「フロンティア市場」から「新興国市場」への格上げすることで、ベトナム株の構成比率を17%から30%に引き上げる予定。そのために、MSCIのキャッシュフローはベトナム市場特にVIC、VNM、MSN、HPGなどの時価総額の大きな銘柄に集中すると期待しております。

VNM - ビナミルク

財務分析

2020年2月28日

BSC

財政分析

	2015	2016	2017	2018	2019
売上高	40,080	46,794	51,041	52,562	56,318
売上総利益	16,262	22,336	24,234	24,611	26,572
財務収入	649	723	816	760	807
財務費用	(163)	(102)	(87)	(118)	(187)
借入利息	(31)	(46)	(29)	(51)	(109)
販売費用	(6,258)	(10,759)	(11,537)	(12,266)	(12,993)
管理費用	(1,233)	(1,053)	(1,268)	(1,133)	(1,396)
営業利益／損失	9,271	11,160	12,226	11,877	12,797
他の収入	96	77	3	175	(1)
税引前利益	9,367	11,238	12,229	12,052	12,796
税引後利益	7,770	9,364	10,278	10,206	10,554
少数株主持分	(4)	14	(17)	(22)	(27)
親会社株主利益	7,773	9,350	10,296	10,227	10,581
EPS		5,831	6,355	5,295	5,478

収入は前年比7.15%増の56兆3,180億ドンを達した。VNMの市場シェアは60～61%に引き上げた。VNMの国内シェア成長率は6～7%で維持されている。

販売費用は収入構成の25.5%を占めている。
。

短期資産	16,732	18,674	20,307	20,560	24,722
現金及び現金相当	10,027	11,109	11,525	10,197	15,101
短期未収金	2,685	2,867	4,592	4,639	4,503
在庫	3,810	4,522	4,021	5,526	4,983
他の短期資産	209	176	170	198	134
長期資産	10,746	10,705	14,360	16,806	19,978
長期未収金	21	22	54	88	21
固定資産	8,214	8,321	10,609	13,365	14,894
進行中である長期資	844	993	1,929	868	944
他の長期資産	585	618	1,117	1,325	3,071
総資産	27,478	29,379	34,667	37,366	44,700
買掛金	6,554	6,973	10,794	11,095	14,969
短期負債	6,004	6,457	10,196	10,640	14,443
短期借入	1,475	1,333	268	1,060	5,351
長期負債	550	515	599	455	526
長期借入	368	327	275	216	123
株主資本	20,924	22,406	23,873	26,271	29,731
出資資本	12,007	14,515	14,515	17,417	17,417
未処分利益	5,392	5,592	5,737	7,155	7,875
総資本	27,478	29,379	34,667	37,366	44,700

VNMの現金は総資産の33.8%を占めている。また、短期未収金は前年比3%減の4兆5,030億ドンとなった。

短期借入は前年比4%増の5兆3,510億ドンとなった。VNMは多額の現金で2020年に短期借入を削減すると考えております。

売上高の成長率(%)		16.75%	9.08%	2.98%	7.15%
売上総利益率	40.57%	47.73%	47.48%	46.82%	47.18%
借入費用／売上高	0.08%	0.10%	0.06%	0.10%	0.19%
販売費用／売上高	15.6%	23.0%	22.6%	23.3%	23.1%
管理費用／売上高	3.1%	2.3%	2.5%	2.2%	2.5%
純利益率	19.4%	20.0%	20.1%	19.4%	18.7%

販売価格が原材料の値上げを応じる引き上げたのはVNMの売上総利益率を47.18%に増加させた。しかし、借入費用が増加したのは2019年の純利益を18.7%に減少させた。

いくつかの基本的な財務指

	2015	2016	2017	2018	2019
1. 支払能力					
流動比率	2.79	2.89	1.99	1.93	1.71
当座比率	2.12	2.16	1.58	1.39	1.36
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.61	0.64	0.59	0.55	0.55
長期資産/総資産	0.39	0.36	0.41	0.45	0.45
負債比率/総資産	0.24	0.24	0.31	0.30	0.33
負債比率/株主資本	0.31	0.31	0.45	0.42	0.50
短期負債/総資産	0.22	0.22	0.29	0.28	0.32
長期負債/総資産	0.020	0.018	0.017	0.012	0.012
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	6.5	5.9	6.3	5.9	5.7
売掛金回転率	19.2	21.3	17.6	15.1	16.5
買掛金回転率	11.8	10.6	8.1	7.4	7.6
在庫日	56.4	62.2	58.2	62.3	64.5
売掛日	19.0	17.1	20.7	24.2	22.1
買掛日	31.0	34.5	45.3	49.3	47.7
現金回転率	44.45	44.80	33.57	37.24	38.85
4. 利益性					
税引後利益/売上高	19.4%	20.0%	20.1%	19.4%	18.7%
税引後利益/株主資本	38.3%	43.2%	44.4%	40.7%	37.7%
税引後利益/総資産	29.2%	32.9%	32.1%	28.3%	25.7%
資産運用による収益/売	23.1%	23.8%	24.0%	22.6%	22.7%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	1.31	1.31	1.38	1.44	1.47
収入/総資産	1.51	1.65	1.59	1.46	1.37
EBIT/収入	0.23	0.24	0.24	0.23	0.23
EBT/EBIT	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99
利鞘/税引前利益	0.829	0.833	0.840	0.847	0.825
6. 評価					
PE	27.2	24.6	22.3	22.1	19.4
PB	9.20	10.38	9.84	8.77	6.22
EPS	6,474	6,442	7,093	5,872	5,478
簿価	17,234	15,273	16,105	14,805	17,073
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	6.6%	6.9%	18.0%	7.8%	19.6%
負債	6.3%	7.1%	6.5%	10.0%	13.2%
売上高	14.3%	16.8%	9.1%	3.0%	7.1%
売上総利益率	42.8%	37.3%	8.5%	1.6%	8.0%
税引後利益	28%	21%	10%	-1%	3%
EPS					

現金は15兆ドンであり、この豊富な現金は2019年～2024年の5年間の投資計画の主要な資金源になります。

現在、VNMは顧客向け信用政策を再構築していることで、同社は製品の安全な在庫日を再確定している。

VNMの2019年利益性は37.7%で、前年の40.7%から減少している。

現在、VNMのPEは2020年2月25日に17xだった。VNMのPEは過去のP/E(22x)よりかなり安いと考えております。しかし、困難な経営状況により、2020年P/Eが20～21xの範囲で推移すると予測しております。

VNM – 下落傾向が段々完了している

テクニクなハイライト:

- 現在傾向: 下落傾向
- MACD傾向: MACD線がシグナル線の下にある。
- RSI指標: レベル50を段々下回っているが、売られ過ぎゾーンにまだ入っていない。
- MA: EMA12がEMA26の下にある。

評価:

VNMは2019年初から現在まで下落傾向の最後期間にある。売買高は直近の数日に平均水準で維持しているが、段々減少している傾向がある。テクニク指標はマイナスな状態にある。RSI指標はレベルの50を引き続き下回って、売られ過ぎゾーンにまだ入っていない。VNMは今後株価の100を戻す可能性がある。

推奨: 投資家は株価の100で買い、株価の115~118で利益確定を売ることができます。VNMは株価の97.5を下回れば、損切るべきだ。



ソース: BSC, iBoard

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 T
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>

Bloomberg: BSCV <GO>

