

港湾業・ICB8670
2015 年 11 月 16 日

企業レポート

VSC[ベトナムコンテナグループ株式会社]

取引チャート



投資アドバイス

投資観点	買い
希望株価 (VND)	85,146
市場株価 (2015 年 11 月 12 日)	77,000
3 ヶ月の見通し	増
6 ヶ月の見通し	増
12 ヶ月の見通し	増

取引情報

流行株式数 (100 万株)	41
時価総額 (10 億ドン)	2,567
1 株当たりの帳簿価額	31,612
外国人保有率 (%)	49%
市場株価 (2015 年 11 月 12 日)	77,000
10 日間の平均売買高	196,368
52 週間の安値	38,512
52 週間の高値	77,500
直近 7 日間の増減率	
直近 1 ヶ月の増減率	

アナリスト

Chu Tuan Phong

Email: phongct@bsc.com.vn

我々は FCFF 方法に基づき、VSC 株を目標価格 8 万 5,146 ドンで購入することをお勧めする。我々の観点によると、VSC 株の長期的な見通しは VIP グリーンポートの建設に依存するという。短期的には、VSC が魅力的な評価を持っており、2015 年の予測 P/E が 12.25x である。

港湾業の発展ポテンシャルは極めて大きい。

① FTA、TPP などの自由貿易協定はベトナムに大きな輸出市場を開けるだけでなく、繊維製品、履物、加工工業などの輸出入業への FDI を誘致するのに役立つ。

② ベトナムの有利な地理的位置と共にハイフォン港の位置はベトナムがアジア・欧州及びアジア・北アメリカなどの世界で最も忙しい海上交通路に参加できるように役に立つ。

VIP グリーンポートは将来的に VSC に発展の原動力を与える。

① ディンブ半島上に VIP グリーンポートの建設投資は VSC がベトナムの輸出入需要の急増傾向を先行できるように約に立つ。

② ディンブ半島上の各工業団地の発展は VIP グリーンポートに大きな需要を与える。

③ ラックフエンポートが稼動を開始するのは VIP リーンポートに発展の原動力を与える。

業績の予測。同社の 2015 年売上高は前年比 6.8% 増の 9,520 億ドン、税引前利益が同 21.85% 増の 3,680 億ドン、EPS が 6,945 ドンに達すると予測されている。VIP グリーンポートは 2016 年に取扱能力の 70% で稼動し、売上高が 2,899 億 4,000 万ドン、税引前利益が 265 億 7,000 万ドンに達すると予測されている。輸出入の成長、ベトナム経済の楽観的な予測及び同社の位置が確立されたことのおかげで、我々は売上高の 90% を占めている港湾サービス事業及び倉庫サービス事業に対して楽観的に評価している。

財務指標	2011	2012	2013	2014	2015F
売上高	644	779	796	891	952
前年比加減率		21%	2%	12%	6.87%
総資産 (10 億ドン)	856	1,054	1,132	1,495	2,184
前年比加減率		23%	7%	32%	46%
株主資本	642	757	883	1,058	1,261
税引後利益 (10 億ドン)	191	228	240	248	287
前年比加減率		19%	5%	3%	15.7%
末期の EPS	10.03	8.02	8.39	7.18	6.95
ROS	29.66%	29.27%	30.15%	27.83%	30.14%
ROE	32.28%	32.65%	29.31%	25.55%	22.8%
ROA	22.89%	23.92%	21.99%	18.88%	13.14%

ソース: VSC の財務諸表

企業概要

基本情報	
社名	ベトナムコンテナグループ株式会社
略称	Viconship
住所	11 Vo Thi Sau St., May To Ward, Ngo Quyen District, Hai Phong City
Tel	(031) 3836705
Fax	(031) 3836104
URL	http://www.viconship.com
資本金	345,415,410,000 ドン
業界	港湾業
主な事業	- 港湾運営 - 運送サービス - 倉庫サービス

沿革	
年度	内容
1985 年	国営会社として設立された。
2002 年	株式会社に改組し、ベトナムコンテナグループ株式会社に改名した。
2004 年	9 月にグリーンポートの稼働を開始し、T.S ライン有限会社を設立した。
2006 年	第 2 岸壁の稼働を開始した。
2008 年	ホーチミン証取へ上場した。
2009 年	クアンニンビコンシップの子会社を設立した。
2012 年	再編成を行い、グリーンターミナル有限会社及びグリーンロジスティックセンター有限会社を設立した。
2014 年	VIP グリーンポート株式会社を設立した。

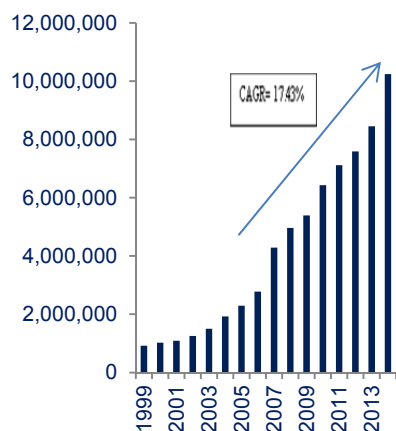
	関連会社	保有率
1	ペトロベトナムディンブ港サービス株式会社	22%
2	ダナンポートロジスティック株式会社	27%
3	グリーンスター有限会社	49%

	株主構成 (2014 年 2 月 27 日)	保有株式数	保有率
1	政府	0	0%
2	内部	277,487	0.67%
3	外部		
	・国内	12,561,485	30.33%
	・海外	20,293,860	49%
	合計	275,119,379	100%

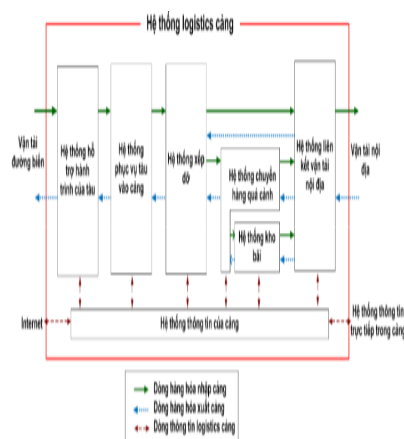
	子会社	資本金	保有率	投票の割合
1	ホーチミンビコンシップ	60 億ドン	100%	100%
2	T.S ライン有限会社	2 億ドン	100%	100%
3	FPT 商業有限会社	4,500 億ドン	100%	100%
4	グリーンスター海運有限会社	150 億ドン	42.51%	42.51%
5	VIP グリーンポート株式会社	4,500 億ドン	65%	65%
6	グリーンターミナル有限会社	250 億ドン	100%	100%
7	グリーンロジスティックセンター有限会社	900 億ドン	100%	100%
8	中部コンテナ有限会社	60 億ドン	100%	100%

港湾業

コンテナ取扱量(TEU)

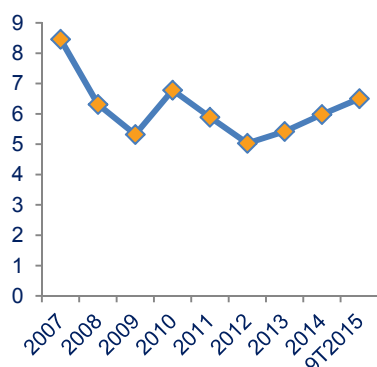


ソース: 税関総局



ソース: ハイフォン港湾局

GDPの成長率



ソース: 統計総局

全国の港湾業の概要

港湾の機能は次のとおり。

- ①通商機能: 輸送モードの接続点
- ②貿易機能: 国家及び海岸線のない周辺国の貨物の荷役・保管の場所
- ③工業機能: 工業団地が集まっている場所であり、ロジスティクスコストの競争上の優位性を与える。

コンテナ取扱量が急増した。ベトナムでは港湾 44 ヶ所、岸壁 219 ヶ所、埠頭 44 キロがある。2014 年の取扱量は前年比 14% 増の 3 億 7,030 万トン、その内、コンテナ取扱量が同 17.43% 増の 1,024 万 TEU に達した。

港湾業はサプライチェーンに重要な役割を果たす。サプライチェーンは生産企業から消費者への製品運送プロセスに情報や製品や人々管理システムである。港湾業は海上輸送、水上輸送と他の運送方法の間の接続拠点として役割だけではなく、製品情報管理及び販売にも参加する。そのため、港湾の役割は効果的なサプライチェーンに代えられない。港湾業の売上高は海運業に密接な関係がある。様々な輸送方法を比較すると、海上輸送が輸送量や平均輸送距離に優れている。

輸送種類の比較		
	平均輸送距離(km)	2013 年の運送量(100 万トン)
陸上運送	61	3,804.1
鉄道運送	567	46,790.7
航空運送	2556	469.8
海上運送	2206	129,088.4

ソース: 交通運輸省

港湾業は次の要因のおかげで大きな発展ポテンシャルがある。

- ①国内総生産(GDP)成長率。世界銀行は、ベトナムの 2015 年 GDP 予測成長率を 6.2%に、2016 年予測成長率を 6.3%に引き上げ、以前の予測より 0.2%高い。一方、東アジア及びアジア太平洋の地域における国々の GDP 予測成長率を引き下げた。アジア開発銀行(ADB)もベトナムの 2015 年 GDP 予測成長率を 6.5%に、2016 年予測成長率を 6.6%に引き上げ、2015 年年初の予測より高い。
- ② FTA、TPP などの自由貿易協定のおかげで、輸出市場は拡大され、ベトナムの重要な輸出製品に成長の原動力を与える。
- ③有利な地理的位置は港湾業がアジア・欧州及びアジア・北アメリカなどの世界で最も忙しい海上交通路に参加できるように役に立つ。
- ④政府の政策は同業界に良い影響を与える。情報管理技術システムについては、税関総局は 2014 年 4 月 1 日に VNACCS / VCI の輸出入通関システムを導入し、貨物の輸出入通関手続に関する費用や時間を削減するのに役に立つ。交通運輸省は 2013 年以降、陸上運送の最大積載量の管理を強化したため、陸上運送費用を増加させ、海上及び水上輸送に良い影響を与える。

ハイフォン市における港湾業

①ハイフォン市における港湾業の状況

ハイフォン市でのコンテナ港は現在、11ヶ所がある、長さが 4,926.5m である。その内、最も長いのは約 1,000m、最も短いのは約 150m である。ハイフォン港は 2014 年にベトナムの港湾運用の市場シェアの 17.8% 占めている。

貨物取扱量は大幅に増加した。2007 年～2014 年までの年平均成長率(CAGR)は 13.2%だった。インフラの改善と共に経済及び輸出入状況の積極的な信号のおかげで、ハイフォン港の 2015 年年初 5 ヶ月の貨物取扱量が前年同期比 13.33%増の 2,781 万 4,000 トンに達すると推定されている。

ハイフォン港の貨物取扱量

単位:100 万トン	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR
貨物種類									
貨物取扱量	24.14	29.09	33.39	38.41	42.65	44.67	57.24	65.08	13.2%
輸出	3.85	4.74	5.47	6.43	0.53	8.8	10.39	11.95	15.2%
輸入	10.58	17	13.56	17.37	18.24	18.24	19.15	22.02	9.60%
国内	9.71	7.35	14.36	14.61	16.89	17.63	27.7	31.84	16.0%
その内									
コンテナ貨物	13.73	17.7	20.12	20.35	23.39	29.22	32.48	37.36	13.3%
一般貨物	8.64	10.22	10.85	15.48	16.48	12.48	21.21	24.37	13.8%
液状貨物	1.77	1.81	2.43	2.59	2.78	2.97	3.54	4.07	10.9%

ソース:ハイフォン港湾局

地理的な位置及び自然特性は利点と不利な点を与える。

- ①利点:ハイフォン港は香港とシンガポール、東アジア、北東アジアの地域における港を結ぶ海上交通路に位置している。
- ②不利な点:流動深は 5.7m～7.8m だけであるため、大規模の船舶を受け入れない。

いくつかの問題がある。

- ①サービス価格の競争力が高い。密集は高く、カム川に沿って約 10 キロで岸壁 60 ヶ所があり、自然条件が似ているため、サービス価格の競争力が高い。
- ②ハイアン、Viconship、ディンブー、ナムハイなどの企業は 2014 年に設計容量を超え、それぞれ 47%、15%、40%、65%だった。



港湾	岸壁	最大積載貨物量 (DWT)	喫水(m)
Đình Vu	2	40,000	8.7
Tân Vu	5	20,000	10.5
Hải An	1	20,000	8.7
PTSC Đình Vu	1	20,000	8.5
Cảng Xanh	2	20,000	8
Tân Cảng 189	1	15,000	8.7
Transvina	1	12,000	7.8
Nam Hai	1	10,000	9
Hoang Dieu	11	10,000	7.4
Chua Ve	5	10,000	8.4
Đoan Xa	1	10,000	8.4

ソース:ベトナム海港協会、グーグルマップ、BSC

②ハイフォン市における港湾業の発展ポテンシャル

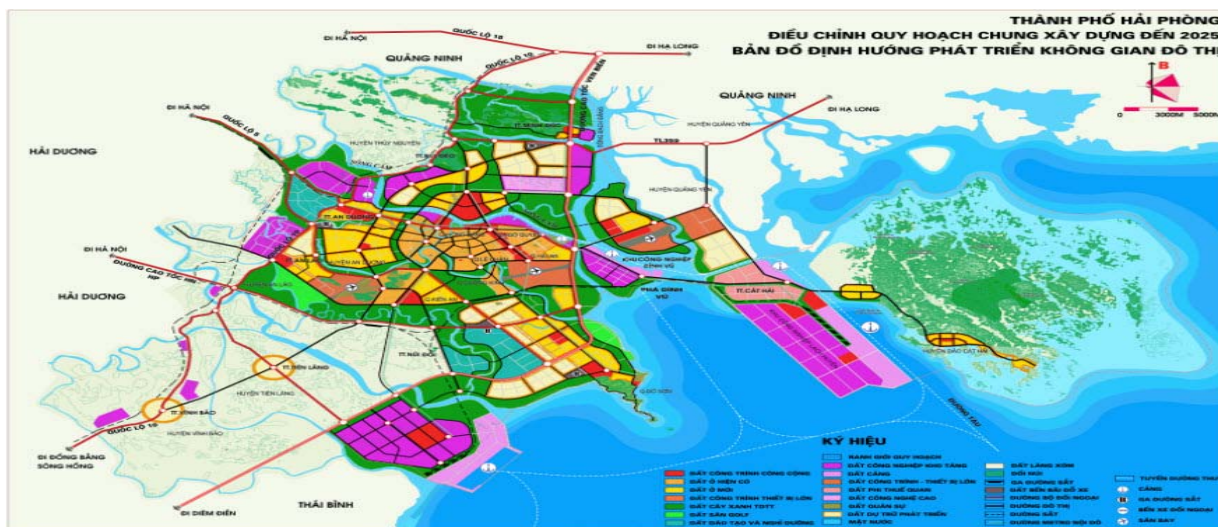
サムスンディスプレイ、LG エレクトロニクスのハイテク複合区、ブリジストンベトナムのタイヤ生産工場などの大規模の工業生産投資案件のおかげで、ハイフォン市における港システムの需要は増加した。また、ハイフォン市では 2014 年に出光(イデミツ)、RK、SIC、JX などの工場が稼働を開始した。

ハイフォン市で港湾サービスに最低価格を適用すると期待されている。財務省はティバイ・カイメップ港でのコンテナ貨物に対して最低価格を適用することの有効性を評価しており、ハイフォン市で最低価格を適用することを検討している。ハイフォン港の取締役は交通運輸省に最低価格の適用を提案している。我々は、最低価格が 2016 年半ばに適用されると予測している。理由は次のとおり。

- ①ハイフォン港の地域における港湾運営企業はサービス価格を下げることで競争しているため、港湾運営企業の業績に悪影響を及ぼしている。
- ②顧客は主に外国の海運会社であるため、価格が下落するのは経済に損失を引き起こす。

政府の港湾業へ影響を与える政策。

- ①補助道路システムについては、5B 高速道路は 2015 年末に使用に入れ、運送時間の半分を削減させる。
- ②カム川で深水港の開発を限られる。それにより、カム川の北側における工業団地及び港湾の開発は制限される。また、カム川に 架かるブイエン橋の建設は大型船がカム川での深水港に入港することに差し支える。



ソース:ハイフォン市

ラックフェン港はハイフォン市での小さな港の開発の原動力である。ラックフェン港は 2017 年に稼働を開始する予定であり、貨物取扱能力が 1,280 万～1,310 万トン/年である。同港は積載貨物量 10 万 DWT までの船舶受け入れが可能である。ベトナムは EU との TPP 及び FTA を締結した場合、ラックフェン港の発展ポテンシャルが極めて大きいである。現時点では、ラックフェン港の案件は基本的に第 6 建設パッケージ(防波堤、付随工事、インフラの建設)を完成している。土地収用作業は基本的に完成した。我々は、ラックフェン港はカム川流域内の他の港と関係が競争関係ではなく、共生関係であると評価している。理由は次

の通り。

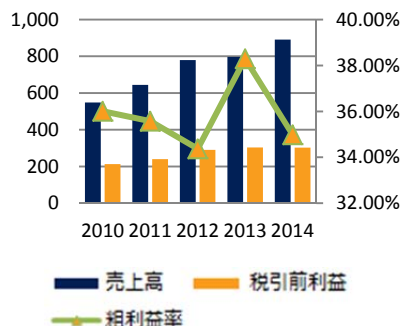
①ラックフエン港はハイフォン市での貨物取扱量を増加させる。北部地方は現在、アジア・北米などの航路上で動作している大規模の船舶を受け入れる港がない。そのため、ラックフエン港は稼動を開始した場合、ハイフォン市での港システムの顧客システムが展開されます。北部地方における輸出入商品はシンガポールや香港の港を通じて運送される代わりに、米国などの大手市場へ直接に運送される。

②顧客セグメントの違い。ラックフエン港は深水港であり、喫水線が14mであり、水量が大きく、流れの速いため、小型船舶が入港するのが難しい。一方、大規模の船舶はカム川流域内の港に入港するのが困難である。VIP グリーン港やナムハイディンブー港などの設備と機械は最大積載量 2 万～3 万 DWT 級船舶しか受け入れない。また、自動車用のタンブー・ラックフエン橋は稼動を開始した後、大規模な船舶がカム川流域に入ることが難しい。

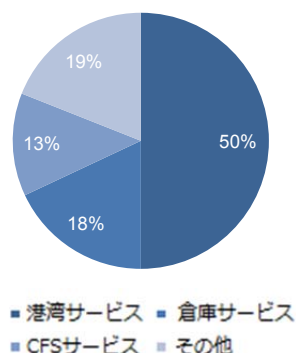
ベトナムと中国の間の貿易状況が改善されている。中国はベトナムの最大輸入相手国である。中国は 2015 年年初 9 ヶ月にベトナムに 367 億ドルを輸出し、前年同期比 17.7%増だった。

主な事業

経営状況(10億ドン)



2014年の売上高構成



ソース:VSC

VSC はハイフォン地区での高い市場シェアを持っている海港開拓企業である。2014 年の市場シェアは 11%を占め、ハイフォン港とナムハイディンブー港を次いで第 3 位だった。同社の 2014 年売上高は前年比 12%増の 8,912 億ドンに達し、2010 年～2014 年までの年平均成長率(CAGR)が 10.2%に達した。ポートロジスティクスシステムでは、船舶行程の支援から国内運送の接続までのプロセスに参加している。港湾サービスは売上高に最も 50%寄与し、次いでは倉庫サービス(18%)である。

①港湾サービス

VSC は通関手続、荷揚げや貨物の積み降ろし、船舶行程の支援などのサービスを提供している。港湾サービス事業による 2014 年売上高は同社の売上高の 50%を占めた。

港湾サービス事業の 2014 年売上高は取扱量が増加したため、前年比 12.5%増の 4,498 億ドンに達した。しかし、外部購入費用は前年比 42%増の 2,820 億ドンに急増したため、売上総利益率は 2013 年の 53%から 2014 年に 47%減少した。同社の主要顧客はベトナム市場で高い市場シェアを持っている外国船会社である。

主なパートナー	
パートナー	供給製品
TS Lines Limited (HKG)	代理店契約
Dongyoung Shipping	代理店契約
OOCL (Vietnam) Co., Ltd	船積みサービス
APL Logistics Vietnam Company Limited	船積みサービス

港湾サービスの売上高



ソース: VSC の財務諸表

DHL Vietnam	船積みサービス
EVERGREEN VIETNAM CORPORATION	船積みサービス
Heung-A Shipping Vietnam Co.,Ltd	船積みサービス

ソース: VSC

港湾サービスの提供活動は現在、主にグリーンポートで行われている。グリーンポートはコンテナ港であり、2004 年に建設され、設計取扱能力が最大 35 万 TEU である。コンテナ貨物の 2010 年～2014 年までの CAGR は 15.3%だった。

グリーンポートは将来の発展ポテンシャルが大きくない。

- **グリーンポートは取扱能力を超えた。**グリーンポートは 2011 年～2014 年までに設計能力を 10%～15%超えていたため、コンテナの回転時間を増やし、稼働率やサービス品質を低下させた。
- **バクダン橋とブイエン橋はカム川の流域に入る積載量 1 万 DWT の船舶を制限しているため、大規模の船舶受け入れを制限する。**
- **同地域における企業の間競争圧力が高い。**グリーンポートはカム川流域にあり、水先人の位置まで 30 キロ遠い。競争相手に比べると、グリーンポートは低い競争力の位置にある。カム川の流域には、グリーンポート埠頭の長さが 303.5m、ナムハイディンブ港に次いで 2 番目に長い埠頭がある港。入港できる積載貨物量及び溝深さは流域内の他のポートに相当する。

我々は次のとおり予測する。

①経済及び輸出入状況の明るい信号のおかげで、グリーンポートの 2015 年コンテナ取扱量は設計能力を 25%超える。しかし、VIP グリーンポートは稼働を開始すると、主要の顧客はこの港に移動し、グリーンポートの取扱量を設計能力の 35 万 TEU に低下させる。

②海運企業は簡単に港湾サービス提供企業を変更できるため、サービス価格を引き上げるのは容易ではない。また、グリーンポートとカム川の流域における他の港の間の競争圧力が高い。

売上総利益率は 2014 年に比べ減少すると予想されている。原因は以下の通り。

- ①サービス価格は 2014 年に比べ安定すると予想されている。
- ②VIP 顧客と PTSC ディンブ港でのサービスを利用している顧客がグリーンポートに移動され、古いポートへの圧力を緩和するため、外部購入サービス費用は 2014 年に比べ増加すると見通した。

VIP グリーンポートは VSC の成長の主な原動力となる。

VIP グリーンポートは VSC の最大の投資案件である。VIP グリーンポートはハイフォン市ディンブ地域に位置しており、面積が 15 万 3,000m² であり、積載量 2 万 5,000～3 万トンの船舶の入港も可能となる。VIP グリーンポートの最大取扱能力は 50 万 TEU /年程になれる。VIP グリーンポートにおける倉庫システムの面積は 14 万 m² である。VIP のグリーンポート案件の出資比率は VSC が 65%、ディンブ石油運輸社が 30%、他の株主が 5%である。同社は 2015 年にエバーグリーン・マリナー海運会社から 1,250 億ドンの資金を誘致する予定であり、VSC

のVIPグリーンポートにおける保有率を51%に減少させる。

VIP Green Port								
	起工時期	完成予定時期	取扱能力(TEU)	岸壁数	長さ	深さ	投資資金(10億ドン)	借入金(10億ドン)
第1段階	2014年11月	2015年11月	250,000	2	226.3m	10.5m	980	500
第2段階	2015年11月	2016年12月	250,000		150.9m		360	420

ソース:VSC

VIP グリーンポートはグリーンポートに比べて優れている。VIP グリーンポートはより便利な位置にあり、水先人や河口の近く、ブイエン橋の外にあるため、船舶が簡単に入港して引き返せる。また、VIP グリーンポートは現代的な設備があり、荷役能力がより高い。

機械設備や地理的な位置に関する類似点のため、VIP グリーンポートは稼働を開始すると、ナムハイディンブ港、ディンブ港、PTSC ディンブ港からの大きい競争力を受ける可能性がある。

	岸壁数	長さ(m)	深さ(m)	取扱能力(TEU)
Dinh Vu	2	427	7.2	412,000
PTSC Dinh Vu	1	250	7.8	150,000
Nam Hai Dinh Vu	2	455	7.3	375,000
Vip Green Port	2	440	10.5	500,000
Green Port	2	303.5	7.8	350,000

ソース:ハイフォン港湾局

VIP グリーンポートは取扱能力の成長ポテンシャルがある。

- ①便利な地理的な位置は高い需要をもたらす。日本と韓国の多くの FDI 企業が集まっている場所であるディンブ工業団地に位置している。
- ②先進交通システムは貨物取扱量を増加させる。
- ③PTSC ディンブ港及びグリーンポートの顧客はVIP グリーンポートに移動される。

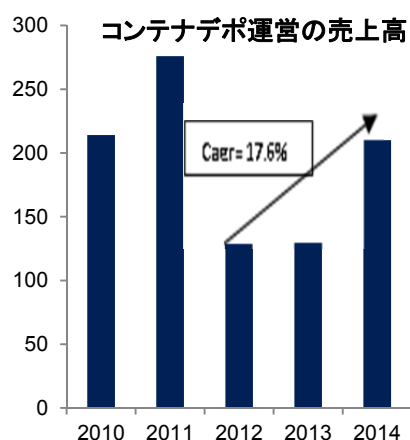
VIP グリーンポートのサービス料金は増加すると予測されている。現在、VIP グリーンポートの主な競争相手はナムハイディンブ港である。ナムハイディンブ港は同地域における港の料金の約 80%を適用する。そのため、VIP グリーンポートは 2016 年に稼働を開始すると、ナムハイディンブ港の料金に相当する料金を適用すると予測されている。しかし、我々は将来的に便利な位置のおかげで、VIP グリーンポートは毎年料金を約 5%上昇すると予測している。

VIP グリーンポートはハイフォン市の政府から税制優遇政策を受けられている。これにより、同社は 2014 年～2018 年までに法人税を免除され、2019 年～2028 年までは法人税 5%が適用される。

VIP グリーンポートの 2016 年売上総利益率はグリーンポートよりも低いと予測されている。原因は次の通り。

- ①新しい港の建設のため、減価償却費用は高い。

②1年目の取扱能力は設計能力の約70%しか達しないと予測されている。しかし、次の数年間では稼働能力とサービス料の向上のおかげで、売上総利益率が改善される。



VIP グリーンポート案件はいくつかのリスクに直面する可能性がある。

- ①政治的リスク。ベトナムと中国の間の政治状況はこの貿易ルートにおける貨物流通量を減らす可能性がある。
- ②運用リスク。地域内の他の港のように、稼働能力を維持するために、港への流入が定期的に浚渫されなければならない、案件の運用費用を増加させる。

②デポ運営

デポとは、貨物を保管したり貯蔵したりする所である倉庫、保管所、貯蔵所。ハイフォン地域には現在、約30のコンテナデポがあり、面積が77万3,000m²、年取扱能力が約69万TEUである。

VSCのデポ運用事業は全国に広がっている。同社のデポの面積は約29万8,600m²であり、主な貨物が鉄鋼、ガソリンや油などの液体燃料である。2012年～2013年までのコンテナ取扱量は高い競争力を受けて増加しなかったが、全国の輸出入状況の積極的な信号のおかげで、2014年に再び上昇した。売上総利益率は25%で安定した。

同社は現在、グリーンデポを運用している。

構成	単位	数量
面積(3ヶ所)	m ²	90,000
最大取扱能力	teu	6,372
積載量	トン/m ²	4
ターミナル	車線	2

ソース:VSC

このデポは発展ポテンシャルが大きい。原因は次の通り。

- ①ハイフォン市の全体計画により、面積を拡大する可能性が低い。
- ②カム川流域内の遠い所にあるため、ロジスティクスが高くなることにつながる。
- ③新しい倉庫からの競争力が高い。

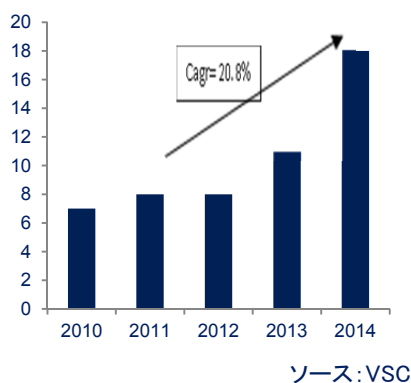
タンカンサイゴン総公社は2015年8月、デインブ地域に内陸コンテナデポ(Inland Container Depo-ICD)の建設へ投資し、面積が15～18ヘクタール、投資総額が3,000億ドン、現代的な機械設備があり、地域内の古いデポに比べて優れている。

新しいコンテナデポからの発展ポテンシャル、面積が14万m²。次の要因のおかげで、このコンテナデポが発展ポテンシャルがある。

- ①有利な地理的位置
- ②VIP グリーンポートのコンテナ取扱量が増加する。
- ③主なデポにおける貨物量の増加のおかげで、貨物貯蔵の需要が増加すると予測されている。

ターンアラウンドタイムは減少し、投入コストの増加を補償するために稼働率を向上したのおかげで、グリーンポートにおけるデポ運用の売上総利益率は2014年に比べ変わらないと予測されている。稼働能力を向上し、現代的な設備への投資のおかげで、VIP グリーンポートにおけるデポ運用の売上総利益率は増加すると予想されている。

CFSの取扱コンテナ数量



③コンテナ・フレイト・ステーション(CFS)のサービス

CFS サービスについては、同社がバルクカーゴを集め、コンテナに荷作りする。ハイフォン地域における港では CFS が 17 ヶ所、面積が約 5 万 2,948m² である。同社は主にグリーンロジスティクスセンターにおける CFS の 2 ヶ所を運営しており、面積が 1 万 5,000m²、荷役能力が 6,000 TEU である。これらの新しい倉庫は 2014 年に設計能力の 70%に達し、主な製品が繊維製品である。主な理由は交通運輸省が道路負荷を抑制しているため、CFS システムを通じる貨物運送活動を減速させる。

同社の CFS は競争相手に比べ利点を持っている。現在、同社のハイフォン市における競争相手はナムファット CFS 及び Vietfracht CFS である。サービスの品質については、これらの CFS が VSC の CFS に相当すると評価されている。しかし、VSC の CFS はディンブ工業団地に位置しているため、競争相手に比べ利点を持っている。将来的には、VSC がタンカン ICD からの競争圧力を受ける可能性がある。

この事業の売上高は次の要因のおかげで、増加すると予測されている。

- ①主な製品は繊維製品であり、TPP や FTA などの自由貿易協定のおかげで、発展ポテンシャルが極めて大きい。
- ②5B 道路が使用に入れたのは貨物運輸速度を増加させる。
- ③ディンブ工業団地内の企業の CFS 需要が上昇すると予測している。

企業財務

財務指標

成長	2011	2012	2013	2014
総資産	856,939	1,054,559	1,132,563	1,495,102
前年比加減率		23.06%	7.40%	32.01%
売上高	644,208	779,417	791,875	891,242
前年比加減率		20.99%	1.60%	12.55%
税引後利益	191,000	228,629	240,461	248,084
前年比加減率		19.70%	5.18%	3.17%
税引後利益／売上高	29.65%	29.33%	30.37%	27.84%
資本構成／資産				
借入金／株主資本	0.33	0.39	0.28	0.26
総資産／株主資本	1.33	1.39	1.28	1.41
流動資産／総資産	0.69	0.52	0.44	0.32
長期資産／総資産	0.31	0.48	0.56	0.68
運用能力				
在庫日数	8.81	8.37	9.44	5.49
仕入債務回転日数	62.72	55.13	58.44	51.95
売掛金回収期間	49.73	50.19	51.68	40.51
収益性				
EPS	7.99	9.51	8.35	7.18
粗利益率	35.57%	34.37%	38.29%	34.98%

利益率	29.65%	29.33%	30.37%	27.84%
ROA	22.89	23.92	21.99	18.80
ROE	29.71	30.19	27.22	23.40
デュポンモデル				
EAT/EBT	0.80	0.79	0.79	0.82
EBT/EBIT	99.75%	99.59%	99.52%	99.86%
EBIT/売上高	37.35%	37.37%	38.31%	33.98%
売上高／総資産	0.75	0.74	0.70	0.60
総資産／株主資本	1.33	1.39	1.28	1.41

ソース:VSC の財務諸表

業績

売上高の成長。2014 年の売上高は前年比 12%増の 8,912 億ドン、2011 年～2014 年までの年平均成長率(CAGR)が 8.5%、税引前利益が 3,024 億ドンに達した。同社の 2014 年能力は設計能力を 15%上回ったため、大半の顧客(約 10 万 TEU に相当)が関連会社である PTSC ディンプポートに移動しなければならなく、外部購入費用が急増させた。これは売上総利益率が 2013 年の 38%から 2014 年に 35%に減少させた主な理由の一つである。

年初 9 ヶ月の売上高は前年同期比 7.57%増の 6,960 億ドン、税引前利益が同 40.6%増の 2,770 億ドンに達した。利益成長の理由は冷凍コンテナ部門からの収益が 2014 年同期と前四半期に比べ急増したため。

費用の構成。2011 年～2014 年までの CAGR は 14.6%、売上高の成長率より高かった。主な理由は最近の外部委託費用が 2,830 億ドンに達し、急増した。

売上総利益率は急増した。2014 年の売上総利益率は 35%に達し、2013 年に比べ急落した。理由は PTSC ディンプに支払いされた外部委託費用が 2,040 億ドン程になり、売上原価を前年比 18.6%増の 5,790 億ドンに増加させたため。しかし、冷凍コンテナ部門の大幅な成長のおかげで、年初 9 ヶ月の売上総利益率は 41.5%に急増した。最後の四半期は冷凍コンテナ部門の最盛期であるため、予測マージンは 2015 年まで維持されます。

資産

総資産価値の 2010 年～2014 年までの CAGR は 18.2%だった。資産構成には短期資産から長期資産に移動したことがある。年初 9 ヶ月の長期資産の割合は 70.9%だった。この資産構成は VSC の事業特性に適切し、港湾運用企業が機械と埠頭建設への大きな資金が必要になっているためだ。

資本

資本構成は VSC の事業に適切し、株式資本が資本合計の大半を占めている。このことは同社の安定的な財務体質を表し、株式資本が長期投資需要を満たせるためだ。将来的には、VIP グリーンポートへの資金を調達するため、同社が長期借入金を増加させるため、借入金の割合が増加する。このことは利息支払の圧力を増加させるが、負債の節税効果から恩恵を受けられる。

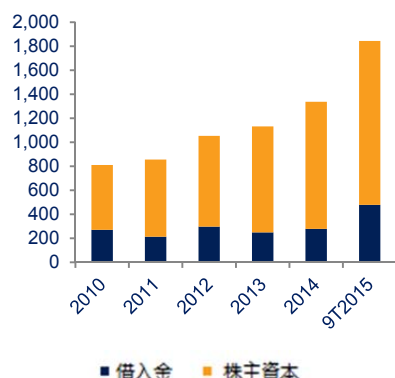
2010 年～2014 年までの稼働効率は減少したが、業界平均を上回った。2010 年～2014 年までの ROA や ROE は減少し、2014 年の ROA や ROE がそれぞれ

費用構成



ソース:VSC

資産構成



ソース:VSC

18.88%と23.44%だったが、業界平均の16%と22%よりも高かった。原因は次の通り。

- ①VSCは株主資本の利用を強化し、借入コストを低下させたため、財務レバレッジ比率が減少した。2014年末時点での借入金42万4,000ドルしかなかった。
- ②VSCは長期資産への投資を増加したため、総資産回転数が減少した。
- ③外部委託費用は急増したため、EBITマージンが39%から2014年に34%に減少した。

業績予測及び株式評価

業績予測

売上高: 取扱量は2014年に比べ7%増加すると予測されているため、2015年の総売上高は前年比6.87%増の9,520億ドンに達する見通し。その内、

- VIPグリーンポートの2016年売上高は2,900億ドン、稼働能力が2016年に70%、2020年に100%に達すると期待されている。我々はグリーンポートのサービス料が2016年～2020年までに毎年約5%増加すると予測している。
- グリーンポートの港湾サービスによる売上高は2015年以降減少する。原因は次の通り。
 - ①港湾サービス量が増加しない。
 - ②顧客の一部は新しい港に移動されるため、取扱量が設計能力に低下する。
- グリーンポートのコンテナデポは2015年に設計能力の70%、2020年に100%に達すると期待されている。

wacc	
Rm	11.75%
Rf	8.15%
beta	0.72
ke	10.74%
kd	7.60%
E/A	64.95%
D/A	35.05%
Tax rate	22.00%
WACC	9.05%
g	2.50%

ソース:BSC

売上総利益率: VIPグリーンポートは減価償却費用が高く、最大能力に達していないため、港湾サービスによる売上総利益率が35%に達した。しかし、次の要因のおかげで、2017年に39%に増加した。

- ①能力を向上する
- ②現代的な機械設備
- ③サービス料が増加する。

販売費用や一般管理費用はそれぞれ、総売上高の0.16%と4.13%を占めると予測されている。

借入コスト: VIPグリーンポートの投資総額は約1兆3,730億ドンである。その内、借入額は5,000億ドン以上、株主資本が約7,410億ドンであると予測されている。同案件の2015年派生する借入コストは316億ドンになる見通し。

税引前利益: 港湾サービス部門の売上高及び冷凍コンテナ部門の取扱量は増加するため、2015年の税引前利益が前年比21.85%増の3,680億ドンに達する見通し。VIPグリーンポートは2016年にフル稼働できないため、税引前利益が265億7,000万ドンに達すると予測されている。

株式評価

我々はFCFF評価方法・2段階成長モデルを利用する。理由は次の通り。

- ①VSCのキャッシュフローが常にプラスで、安定する。
- ②VSCの配当性向が年間キャッシュフローより低い。

第1段階(2015年～2020年):安定して成長する。VIPグリーンポートは運用に入れ、VSCに高い成長の原動力をもたらすと期待されている。我々は、固定資産への投資費用が大きいと、フリー・キャッシュ・フローが-930億ドンとなり、2020年に3,170億ドンに達した後に安定すると予測している。

第2段階(長期的な成長):我々は、同社の長期的な成長率が2.5%であると予測している。

我々は資本資産評価モデル(CAPM)を使用し、ブルームバーグのデーターによって0.72の5年間平均ベータで資本コストを計算する。非危険利子率は期限5年物の国債利回り(8.15%)であり、市場金利が11.75%である。そうすると、資本のコストは10.74%となる。平均借入コストは7.6%、税率が16%、負債資本比率が35.05%であれば、VSCの平均資本コストが9.05%になる。

FCFF方法によると、現時点での流動株式数は4,141万6,042株であり、一株当たり適切な価値は8万5,146ドンとなる。

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

投資アドバイス

我々はFCFF方法を基づき、VSC株を目標価格8万5,146ドンで購入することをお勧めする。VIPグリーンポートは同社に長期的な成長の原動力をもたらす。原因は次のとおり。

- ①VIPグリーンポートは便利な地理的な位置にあり、カム川流域における他の港に比べて優れている。
- ②先進交通システムは貨物取扱量を増加させる。
- ③ディンブ工業団地及び北部における工業団地の発展はVSCに需要源をもたらす。

感度分析 - FCFF

感度分析	g	WACC						
		7.55%	8.05%	8.55%	9.05%	9.55%	10.05%	10.55%
株価	0.0%	81,156	75,321	70,211	65,702	61,700	58,127	54,922
	0.5%	85,851	79,324	73,651	68,682	64,297	60,405	56,930
	1.0%	91,262	83,893	77,547	72,031	67,199	62,934	59,148
	1.5%	97,567	89,160	81,995	75,824	70,460	65,760	61,612
	2.0%	105,007	95,297	87,122	80,155	74,153	68,935	64,363
	2.5%	113,919	102,538	93,096	85,146	78,369	72,532	67,456
	3.0%	124,787	111,212	100,145	90,962	83,229	76,638	70,959
	3.5%	138,336	121,791	108,588	97,824	88,892	81,370	74,957
	4.0%	155,697	134,978	118,886	106,044	95,574	86,884	79,566
	4.5%	178,740	151,875	131,722	116,069	103,577	93,391	84,936
	5.0%	210,804	174,303	148,171	128,567	113,338	101,185	91,273

ソース: BSC の予測

業績の予測

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
売上高	891.24	952.46	1,161.07	1,471.90	1,657.27	1,871.07	2,092.35
売上原価	(579.45)	(538.52)	(796.43)	(1,028.80)	(1,132.01)	(1,247.06)	(1,362.17)
粗利益	311.79	413.94	364.63	443.10	525.26	624.01	730.19
資産運用収益	16.16	14.50	22.85	35.86	53.94	114.18	82.74
資産運用コスト	(7.77)	31.96	47.96	43.75	38.28	33.17	28.07
借入コスト	(0.41)	(31.96)	(47.96)	(43.75)	(38.28)	(33.17)	(28.07)
販売費用	(2.96)	(1.56)	(1.90)	(2.41)	(2.72)	(3.07)	(3.43)
一般管理費用	(45.09)	(39.29)	(47.90)	(60.72)	(68.37)	(77.19)	(86.32)
営業活動による収益／損失	287.66	355.63	289.72	372.09	469.84	624.76	695.11
他の収益	1.64	3.88	3.31	2.94	3.37	3.21	3.17
他の費用	(0.22)	(1.34)	(1.20)	(0.92)	(1.15)	(1.09)	(1.06)
他の純収益	1.42	2.54	2.10	2.02	2.22	2.11	2.12
合併会社による収益／損失	13.32	13.18	13.25	13.22	13.23	13.23	13.23
税引前利益／損失	302.40	368.81	302.97	385.30	483.07	637.98	708.34
現在の法人税	(54.31)	(81.14)	(55.28)	(48.00)	(53.13)	(82.39)	(82.40)
法人税	(54.31)	(81.14)	(55.28)	(48.00)	(53.13)	(82.39)	(82.40)
税引後利益／損失	248.08	287.67	247.69	337.30	429.95	555.60	625.94
少数株主利益	-	0.00	13.02	71.19	106.55	140.30	183.92
親会社株主利益	248.08	287.67	234.67	266.11	323.40	415.30	442.02
EPS (VND)	7,182	6,946	5,666	6,425	7,809	10,027	10,673

BSC 証券のアドバイス及び株価評価システム

アドバイスシステム: 弊社のアドバイスシステムは現在の株価と 12 ヶ月の目標株価の間の差 (各期の配当を含み、特別な場合) を基づいている。本アドバイスシステムは 2014 年 1 月 1 日から適用された。

株価評価方法: 株価評価方法を選択するのは業界、企業及び株式に依存する。各レポートは下記の 1 つの方法、或いはたくさん方法を基づける。

① 相関法 (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA)

② 割引法 (DCF, DVMA, DDM)

③ 純資産価値法 (NAV, RNAV)

株価評価システム	内容
強い買い	目標株価は市場株価より 20% から高い場合。
買い	目標株価は市場株価より 5% ~ 20% 高い場合。
持ち	目標株価は市場株価より 5% 未満高いか低いかの場合。
売り	目標株価は市場株価より最低 5% 低い場合。
評価しない	BSC証券は企業の戦略的な取引或いは M&A 契約のコンサルタント役割を担う場合、BSC証券の政策を基づいて投資アドバイス及び目標価格が取り消しされる。その他、株価の評価を実施するためのデータは足りない場合、BSC証券は評価しない。

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。

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)・分析部

投資コンサルタント

Le Hai Duong

(部長)

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

分析部長

Tran Thang Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

コンタクト

ハノイ本社

10F, BIDV Tower
35 Hang Voi Street, HoanKiem Dist., Hanoi
Tel: (84 4) 2220 6647
Fax: (84 4) 2220 0669
Website: www.bsc.com.vn

ホーチミン支店

9F, 146 Nguyen Cong Tru Street,
Dist.1, HCMC
Tel: (84 8) 3812 8885
Fax: (84 8) 3812 8510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

ベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)

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。