港湾業・ICB8670
2016 年 2 月 22 日

企業アップデートレポート
VSC[ベトナムコンテナグループ株式会社]

2015 年第 4 四半期の業績はわずかに減少し、気にしなくて良い。

取引チャート

投資アドバイス

投資アドバイス	買い
目標株価(VND)	86,208
市場株価	68,500
3 ヶ月の見通し	N/A
6 ヶ月の見通し	増
12 ヶ月の見通し	増

取引情報

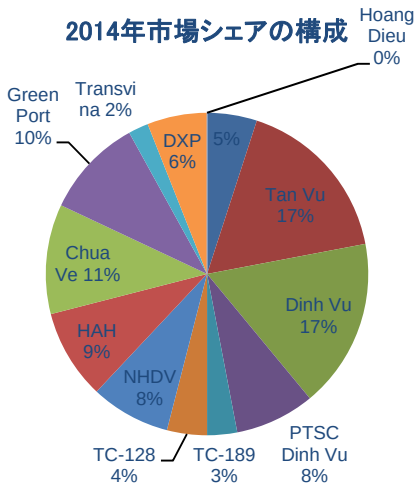
流行株式数(100 万株)	41
時価総額(10 億ドン)	2,567
1 株当たりの帳簿価額	31,612
外国人保有率(%)	49%
市場株価 (2016 年 2 月 16 日)	69,500
10 日間の平均売買高	190,421
52 週間の安値	39,728
52 週間の高値	80,000
直近 7 日間の増減率	
直近 1 ヶ月の増減率	

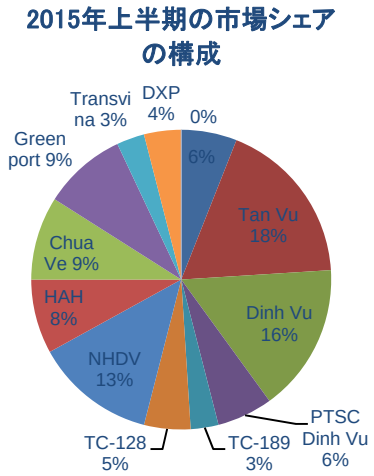
アナリスト
Chu Tuan Phong
Email: phongct@bsc.com.vn

我々は VSC 株を 12 ヶ月目標価格 86,208 ドンで買いをお勧めする。2016 年の EPS は 7,005 ドンに達する。VSC の 2016 年 2 月 16 日時点での株価は 68,500 ドン。VSC の 2015 年第 4 四半期の業績が前年同期に比べわずかに減少したのは主に VIP グリーンポートが試験稼動中であり、冷蔵コンテナ取扱量が減少したため。ハイフォン領域を通じる貨物流通量の成長速度と共に、VSC の便利な位置や顧客との信頼性のおかげで、VIP グリーンポートは 2016 年の損益分岐点(約 25 万～30 万 TEU／年)で稼動できるように顧客数を達成すると弊社が考えている。

ハイフォン領域での貨物取扱量は輸出入需要が高まったおかげで増加した。全国の 2015 年輸出入総額は前年比 10%増の 3,277 億 6,000 万ドルに達した。その内、輸出総額は同 7.9%増の 1,621 億 1,000 万ドル、輸入総額が同 12%増の 1,656 億 5,000 万ドルに達した。そのため、ハイフォン領域での 2015 年年初 10 ヶ月の貨物取扱量は前年同期比の 13.22%増の 564 億 7,300 万トンに達した。

ハイフォン領域での競争構造は変更があり、ディンブ半島でのポートの市場シェアは増加した。ディンブポートは 2014 年以来余剰能力で稼動しているため、市場シェアがわずかに 1%減少したが、タンブまたはナンハイディンブなどの他のポートの市場シェアは 2015 年の前半に増加した。その内、ナムハイディンブーポートは 2014 年 5 月に稼動を開始したばかりだが、市場シェアは 2014 年の 8%から 2015 年の前半に 13%増加した。





ソース：ハイフォン港湾局

需要は 2017 年に供給を約 28%上回る可能性がある。原因は次のとおり。

①バクダン橋の建設は積載量 2 万 DWT 以上の船舶がカム川の流域に入ることを制限している。ハイアンポート（HAH）の位置からカム川の上流に位置しているナムハイ（GMD）、グリーンポート（VSC）、チュアベ（PHP）、ホアンジュー（PHP）などのポートは開発が制限されるが、カム川の下流に位置している PTSC ディンブ（PSP）、ナムハイディンブ（GMD）、タンブ（PHP）、VIP グリーン（VSC）が影響を受けない。

②ポートシステムの貨物取扱量は急速に成長する。弊社は慎重に、ハイフォンポートの貨物取扱量は 2017 年に 8,340 万トン（約 550 万 TEU（1））に達し、13%増加するが、2007 年～2014 年までの成長率（13.2%）よりも低いと弊社が予測している。

③タンブポートの取扱能力拡大及び VIP グリーンポートの建設完成のおかげで、ハイフォンでのポートシステムの取扱能力は 2015 年の 429 万 2,000TEU から 2017 年に 499 万 2,000TEU に増加すると推定されている。（2）

第 4 四半期の業績はわずかに減少したが、気にしなくても良い。2015 年第 4 四半期の売上高は前年同期比 5.35%減の 2,300 億ドン、税引後利益が同 42.4%減の 490 億ドンに達した。原因は次のとおり。

①もはや 2014 年同期のように PSP に対する貸倒引当金による戻入益を計上しなかった。

②VIP グリーンポートは第 1 埠頭のテスト中だったため、運用するための貨物量が足りなかった。

③中国は 2015 年 11 月に水産物輸入停止措置を削除したため、冷蔵コンテナの取扱量が減少した。

弊社は、ナムハイディンブの位置や設計取扱能力は VIP グリーンと同様であり、2014 年第 1 四半期末に稼動を開始したばかりだが、2015 年年初 9 ヶ月の取扱量が 34 万 TEU（取扱能力の約 70%）に達したことを注目している。また、ハイフォン領域でのポートシステムの貨物流通量の成長率が高く、第 2 埠頭が 2015 年第 2 四半期に完成したため、VIP グリーンが 2016 年第 3 四半期末時点での損益分岐点（設計能力の約 50%）で稼動できるように顧客数を達成する。

2015 年通年業績。売上高は前年比 4.04%増の 9,270 億ドン、税引後利益が同 11.3%増の 2,760 億ドン、2015 年の EPS が 6,743 ドンに達した。原因は次のとおり。

①PSP から顧客紹介コミッションを受けた（3）。VSC は 2015 年に PTSC ディンブポートへ取扱量 10 万 TEU の顧客 2 社を移動した。

②中国が 2015 年 2 月 5 日以来水産物の輸入を停止したため、冷蔵コンテナの取

扱量が増加したおかげで、売上総利益率が急増した。そのため、ベトナムの輸出水産物及び再輸出用一時的な輸入コンテナの入庫費用を増加させる。

グリーンポートの 2015 年 4 月～7 月までの平均入庫冷蔵コンテナ量は 1 日当たり約 600～700 コンテナに達したが、年末までには約 150 コンテナに減少した。

VIP(ベトナム石油運輸)の VIP グリーンポートにおける保有株式を購入する。VSC は VIP(ベトナム石油運輸)の VIP グリーンポートにおける保有株式を購入することに関する文書を送付したが、購入価格が決定されていない。また、VSC の大きな顧客であるエバーグリーンは VIP グリーンポート案件へ 1,250 億ドンの出資を合意したため、VSC の保有率が 51%に減少した。弊社は VSC が新規案件へ大きく投資し、古いグリーンポートが長期的成長ポテンシャルがなくなっているため、VIP の保有株式を購入することは合理的なことであると評価している。

2016 年の業績予測。売上高は前年比 42%増の 1 兆 3,190 億ドンに達すると予測されている。弊社は VIP グリーンポートの取扱量が設計容量の約 50%(25 万 TEU)に達するが、バクダン橋の建設からの影響を受け、グリーンポートの取扱量が前年比 2%増の 36 万 TEU しか達成しないと予測している。PSP へ顧客 2 社を紹介したことによるコミッションは 2015 年に比べ変わらないと予測されている。慎重な原則を基づき、弊社は冷蔵コンテナーセグメントの VSC の売上高及び売上総利益率への影響を反映しない。

2016 年の税引前利益は前年比 10.12%増の 3,810 億ドンに達すると推定されている。VSC は 6,000 億ドン以上を借り入れ、2016 年の借入コストが 9 億 1,300 万ドンから約 480 億ドンに増加させると予測されている。VIP グリーンポートは約 625 億ドンの減価償却費を計上したため、VSC の減価償却費が前年比 89%増の 1,360 億ドンに増加させた。

財務指標	2013	2014	2015	2016F	2017F
売上高	792	891	928	1,319	1,547
前年比加減率(%)		13%	4%	42%	17%
総資産(10 億ドン)	1,133	1,495	2,224	3,143	3,563
前年比加減率(%)		32%	49%	41%	13%
株主資本	884	1,058	1,431	2,128	2,553
税引後利益 (10 億ドン)	240	248	277	315	382
前年比加減率(%)		3%	12%	14%	21%
末期の EPS	8,394	7,182	6,743	7,005	7,916
ROS	30.85%	31.33%	31.05%	33.95%	28.93%
ROE	27.22%	23.44%	19.33%	14.80%	14.95%
ROA	21.23%	16.59%	12.44%	10.02%	10.71%

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)

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。