

業界: 化学製品

南部基本化学式会社(HSX: CSV)
強固な発展

推奨

観察

現値:	32,800	レポート作成日:	22/03/2021	株主構成	
前理論価格:	–	流行中株数(100 万)	44.2	VINACHEM	65.0%
新理論価格:	40,000	時価総額(10 億ドン)	1,463	America LLC	11.0%
配当率:	6.2%	過去 6 ヶ月平均売買高:	309,338	Vietnam Investment Property	4.9%
上昇率:	21.9%	外国人投資家保有率	14.08%	Holdings Ltd	

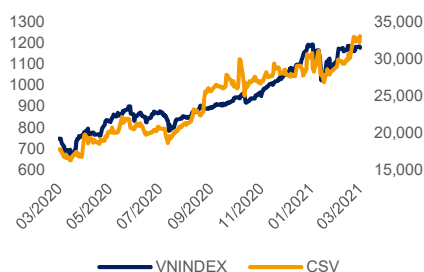
業界分析:

Dương Quang Minh
minhdq@bsc.com.vn

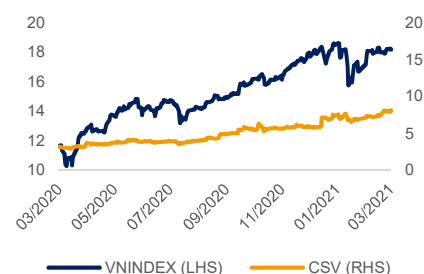
テクニク分析:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
理論価格: 40,270 VND
損切り値: 27,790 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は PE 方法に基づく、CSV 株の理論株価を 2021 年 3 月 19 日の終値比 21.9%増の 4 万 VND/株と評価し、CSV の投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2021 年には CSV の売上高を前年比 9.3%増の 1 兆 4,640 億ドン、税引後利益を同 11.7%増の 2,020 億ドン、EPSfw を 4,052VND/株、PEfw を 8.0、P Bfw を 1.5xと予測しております。

事業傾向

- 工場を第 6 号 Nhon Trach 工業団地に移転するのは水酸化ナトリウム(NaOH)の生産能力を年間 5 万 t に増加させる。
- ベトナム化学グループ(Vinachem)は CSV における保有率を 65% から 51%に引き下げる計画だ。

テクニク観点

- 投資家は株価の 40~40.5 で利益確定売り、株価の 27.8 で損切りを検討することができます。

リスク

- 中国と国内企業と厳しい競争。
- 工場投資期間には、現金配当率を低下する予定。

企業アップデート

- 2020 年の収入と税引後利益は前年比-14%減の 1 兆 5,660 億ドン、同-28%減の 2,510 億ドンに達した。この減少は国内需要が低

下したことにより、NaOH 及び H₂SO₄ の消費量が減少し、価格が下落したことから由来した。

- CSV は 2021 年の収入を前年比+5%増の 1 兆 1,040 億ドン、税引後利益を同-3%減の 1,760 億ドンと設定しております。

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	7.20	7.95	12.2	14.7
PB (x)	1.28	1.45	1.5	2.0
PS (x)	0.96	0.25	0.7	1.5
ROE (%)	21%	24%	22%	14%
ROA (%)	21%	10%	15%	2%

	2019	2020	2021	2022
売上高	1,566	1,339	1,464	1,505
売上総利益	441	366	403	416
税引後利益	251	181	202	210
EPS	5,028	3,657	4,052	4,216
EPS 成長率	-4%	-27%	11%	4%

企業概要

南部基本化学株式会社(CSV)は 1976 年に設立、2013 年に株式会社化、2015 年 3 月にホーチミン市場での上場した。CSV はベトナム燐株式会社という子会社における資本金の65%を保有している。現在、6 つの子会社、化学品原材料を貯蔵し保管する 2 つの倉庫(Dinh Vu 倉庫、Go Dau 倉庫)がある。

CSV の子会社

社名	住所
Bien Hoa 化学品工場	Duong 5, KCN Bien Hoa 1, Dong Nai
Tan Binh 2 科学品工場	Duong 5, KCN Bien Hoa 1, Dong Nai
Dong Nai 化学品工場	Duong 5, KCN Bien Hoa 1, Dong Nai
Bao Loc ボーキサイト鉱山	62 Ly Thuong Kiet, Bao Loc, Lam Dong
Tan Binh 支店	46/6 Phan Huy Ich, Tan Binh, TP.HCM
Nhon Trach 化学品工場	Phan Khu 6C, KCN Nhon Trach 6, Dong Nai

ソース: CSV, BSC Research

CSV はベトナムの大手基礎無機化学品生産企業の 1 つで、食品、肥料、染色、紙、日用消費財などの工業で使用されている 40 種類以上の基礎無機化学品を生産し販売している。しかし、収入の約 57%及び売上総利益の 70%以上を占める重要な製品は水酸化ナトリウム(NaOH、収入の 27%を占める)、塩素(Cl₂、収入の 15%を占める)、硫酸(H₂SO₄、収入の 7~8%を占める)、ケイ酸塩(収入の 6~7%を占める)、リン酸(H₃PO₄、収入の 1~2%を占める)である。

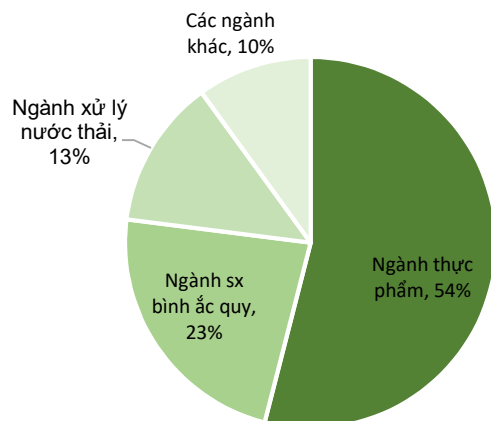
CSV の重要な製品

製品	重要な役割	相手	シェア
水酸化ナトリウム (NaOH)	水を清めること、紙、パルプ、染色、石鹼	Vedan、ベトチ化学株式会社、Bai Bang 紙株式会社	約 25%

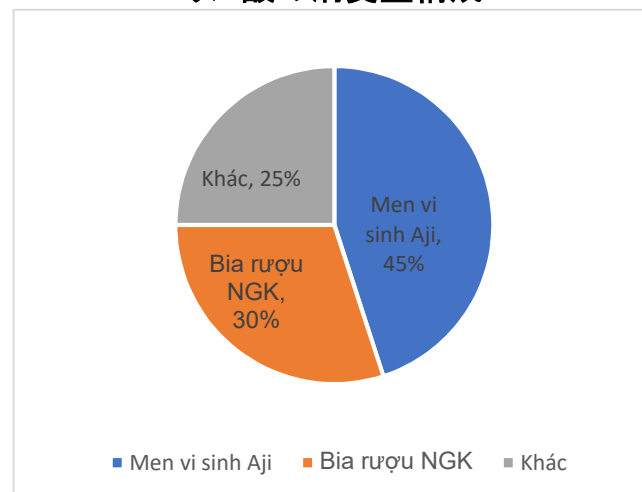
硫酸(H_2SO_4)	アキュムレータとバッテリー、肥料、アルミヨウバン	Superphosphate Long Thanh、中国製品	約 50%
塩酸(HCl)	味の素を生産、鉄鋼メッキを消す	ベトチ化学株式会社、Vedan	約 50%
リン酸(H_3PO_4)	肥料	中国製品、韓国	約 20%
P.A.C	水道処理	Bac Giai, Tan Luas	約 20%

ソース: CSV, BSC Research

硫酸の消費量構成



リン酸の消費量構成

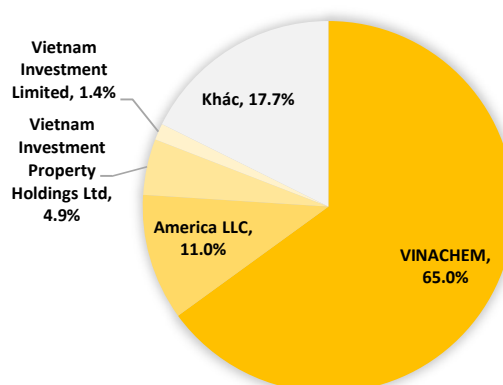


ソース: CSV, BSC Research

株主構成

CSV は集中的な株主構成を持っており、大株主が CSV の資本金の 80%を保有している。そのうち、最大の株主はベトナム化学グループ (Vinachem) であり、資本金の 65%を保有している。次は America LLC 及び Vinacapital がそれぞれ、資本金の 11%、6.5%を保有している。

CSV の株主構成



ソース: CSV, BSC Research

経営場所及び顧客

CSV の多様な基本化学製品は中部、中部高原地方からメコンデルタ地方、ホーチミン市場にかけて消費されている。重要な顧客は工業生産大手企業であり、原材料として CSV の化学品を使用している。そのうち、特別な企業は Ulwha (染色)、Unilever、P&G、NET、LIX、Sabeco と Ajinomoto (日用消費財事業)、Sawaco (給水事業)、SFG (肥料事業) である。CSV は B2B ビジネスモデルで経営しているが、Ajinomoto 会社という大口顧客が主要な収入 (水酸化ナトリウム、塩素、硫黄からの収入) の 14% を占め、CSV の総収入の 6% を占めたことで、リスクが高くないだろう。

生産経費費用構成

工業用塩、硫黄などの生産原材料の生産費用は CSV の生産費用構成における 3 分の 1 以上を占めている。また、電気料金が水酸化ナトリウム (NaOH) の販売価格の 40% を占め、CSV の平均販売価格の 28% を占めている。CSV の殆どの機械、設備の減価償却が終わったことで、減価償却用があまり多くない。

指標	2020 年	2019 年	減増 (%)	2020 年の比率	2019 年の比率
原材料費用	346	494	-30%	35%	41%
人件費	151	178	-15%	15%	15%
固定資産減価償却費	45	32	42%	5%	3%
外購買サービス費用	290	348	-17%	29%	29%
他の費用	152	150	1%	15%	12%
会計	985	1202	-18%	100%	100%

ソース: CSV, BSC Research

企業アップデート

(1) 2020 年業績アップデート

10 億ドン	2020 年第 4 四半期	2019 年第 4 四半期	前年比	2020 年	2019 年	前年比	評価
売上高	344	420	-18%	1,339	1,566	-14%	2020 年には、売上高は前年比-14%減の 1 兆 3,390 億ドンに達した。この減少は国内の需要が減ったことで、親会社の重要な製品の販売量も減少し、とりわけ NaOH 32% が前年比-29% 減、H ₂ SO ₄ が同
売上総利益	87	122	-29%	366	441	-17%	
売上総利益率	25.3%	29.1%		27.3%	28.2%		
販売費用	19	18	6%	71	70	1%	

管理費用	19	18	6%	67	62	8%
販管費／売上高の比率	11.1%	8.6%		10.3%	8.4%	
EBIT	48	86	-44%	228	310	-26%
資産運用による収益	2	3	-33%	12	18	-33%
財務費用	-3	-4	-25%	-13	-13	0%
税引前利益	47	85	-45%	227	315	-28%
税引後利益	38	68	-44%	181	251	-28%
税引後利益率	11.1%	16.2%		13.5%	16.0%	

-45%減となったということから由来した。また、NaOH 32%及び H₂SO₄ の販売価格はそれぞれ、前年比-38%減、同-45%減となったことで、同社の売上総利益が前日比-17%減、売上総利益率が 27.3%に達した。

- 販売費及び一般管理費が前年比僅かに増加したことで、販管費／売上高の比率が 10.3%を増加した。
- 資産運用による収益が前年比-33%減となったのは定期預金の金利が引き下げたことから由来した。

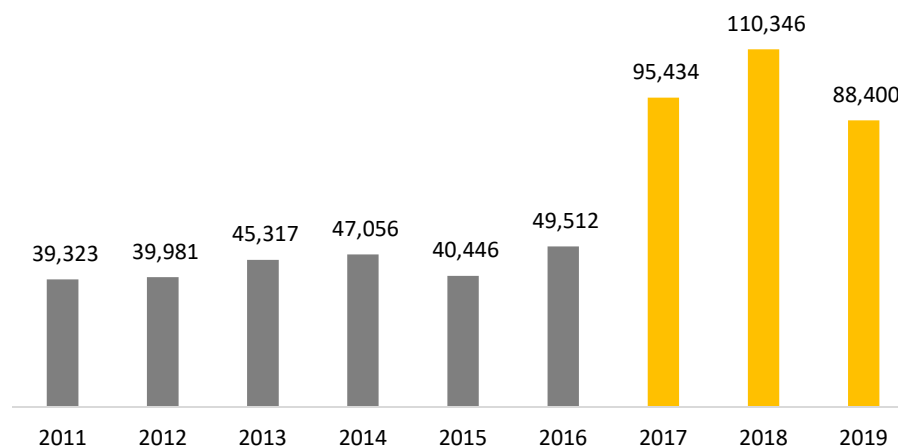
EPS 3,657 5,028 -27%

ソース: CSV, BSC Research

経営見通し

基本化学業界の見通しが明るいと評価されている。ベトナム工業化学品の需要の年間成長率は10%であり、国内供給は部分的にだけ満たすことができることで、輸入に依存している。具体的には2017 年以後、国内市場での水酸化ナトリウム・塩素製品の需要は年間 40 万 t ですが、国内企業の生産量は年間約 10 万だけである。

ベトナムでの水酸化ナトリウムの輸入額(1,000USD)



ソース: Trademap, BSC Research

CSV は基本化学業界参入障壁が高いために、南部基本化学市場における独占的な利点を有ります。また、化学製品事業は政府の計画の下で実施され、環境を確保するのが必要である。更に、無機化学品の貯蔵タンクの費用及び運送費用が高い。

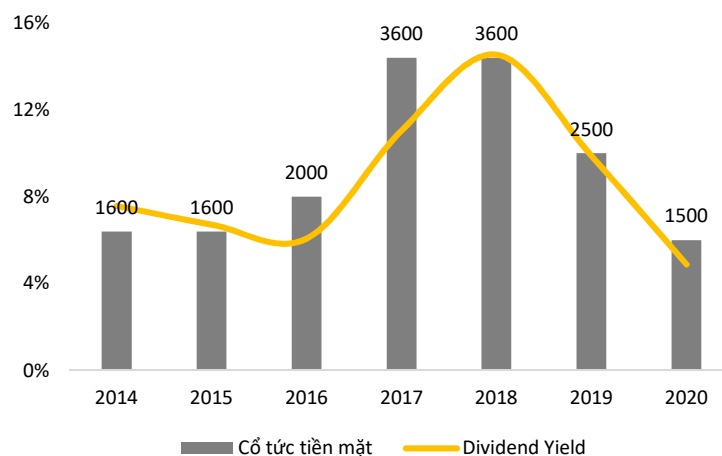
CSV は健全な財政状況及び安定的な経営活動を維持している。具体的には下記の通りです。

- CSV の固定資産はほぼ完全に減価償却された。年間減価償却用が約 300～400 億ドンなので、同社の売上総利益率が次の数年に 27%～30%の範囲で維持する可能性がある。
- CSV は多現金があり、ローンがない。2020 年の現金及び現金相当が 3,150 億ドン、短長期的な借入の合計は 1,000 億ドン以上だった。
- 営業活動からキャッシュフローは安定して、年間 2,000 億ドン以上だった。

CSV は工場を Nhon Trach 6 工業団地に移転すると計画している。CSV の管理部によると、この案件の投資総額は 1 兆 7,000 億ドン、そのうち、CSV の資本が 30%を占め、借入資本が 70%を占めるだろう。現在、CSV は同案件の実行可能研究レポートを作成する請負主を選択している。BSC によると、工場の移転は CSV の経営活動にネガティブな影響を与える可能性がある。

CSV が新規工場を投資することで、現金配当の割当比率を高い水準で維持する可能性は高くない。計画によると、2020 年の現金配当比率が 1500VND/株で、2017 年～2019 年間に比べて大きく低下した。

CSV の配当率



ソース: CSV, BSC Research

ベトナム化学グループ (Vinachem) は入札方式による株式競売を通して、CSV における保有率を 65%から 51%に引き下げると計画する。しかし、回収がまだ実施されない。

業績予測

BSC は 2021 年には CSV の売上高を前年比 9.3%増の 1 兆 4,640 億ドン、税引後利益を同 11.7% 増の 2,020 億ドン、EPSfw を 4,052VND/株、PEfw を 8.0、PBfw を 1.5xと予測しております。この予測は下記の仮定を基づく。

- NaOH、Natri Silicate、Acid Clohidrid などの重要な製品の産量は 10～20%増となる。また、水酸化ナトリウム及び水処理製品の価格が 5～15%上昇し、中国などの国々で化学品の価格の上げ幅と相当する。
- Ajinomoto 会社が生産技術の変更及び競争の圧力のために、硫酸の販売量が減少する。
- 2021 年には、工場移転の計画がまだ実施しない。

CSV の業績予測

単位: 10 億ドン	2020	2021F	2022F
売上高	1,339	1,464	1,505
- NaOH 100%	244	306	323
- HCl 32%	83	88	93
- H2SO4	54	26	27
- H3PO4	41	42	44
- Clo lỏng	127	130	137
- Photpho	166	205	279
- P.A.C	113	118	128
- Javel	111	117	126
売上原価	(973)	(1,019)	(1,052)
売上総利益	366	403	416
売上総利益率	27.3%	27.5%	27.6%
販売費用	(71)	(77)	(79)
販売費用率	5.3%	5.2%	5.3%
管理費用	(67)	(73)	(75)
管理費用率	5.0%	5.1%	5.1%
税引前利益	227	253	263
税引後利益	181	202	210
EPS	3,657	4,052	4,216

ソース: BSC Research

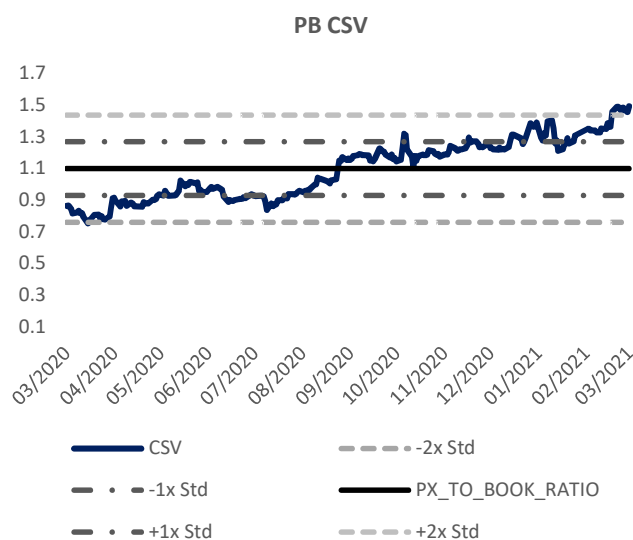
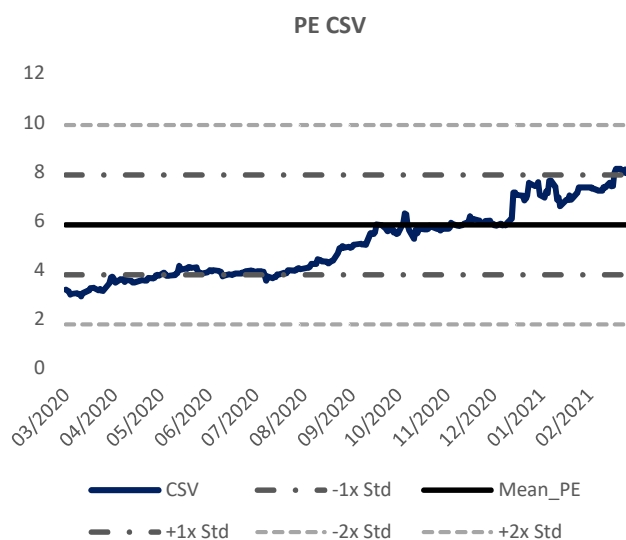
評価

BSC は PE 方法を基づく、CSV 株の理論株価を 2021 年 3 月 19 日の終値比 21.9%増の 4 万 VND/株と評価し、CSV の投資評価を「観察」と推奨しております。

時価総額別肥料企業

銘柄	社名	証券取引所	時価総額((100万 VND)	P/E cơ bản (TTM)	P/B (TTM)	P/S (TTM)	EV/EBITDA
DGC	ドウックザン洗濯用洗剤化学品株式会社	HOSE	11,097.95	12.24	2.84	1.78	9.92
PLC	ペトロリメックス・ペトロケミカル社	HNX	2,423.93	16.29	1.93	0.43	12.43
DDV	ティアサンバッテリー株式会社	UPCOM	1,944.43	119.59	1.53	1.03	10.15
VFG	ベトナム駆除剤株式会社	HOSE	1,620.39	9.75	1.67	0.85	7.20
CSV	南部基本化学株式会社	HOSE	1,427.66	7.95	1.46	1.07	5.24
VET	ナベッコ動物薬品株式会社	UPCOM	1,344.00	18.16	3.52	2.19	10.46
HVT	ベトチ化学株式会社	HNX	417.55	14.81	1.87	0.59	4.43
VPS	ベトナム殺虫剤株式会社	HOSE	347.34	26.62	1.05	0.68	8.47
PSE	ペトロベトナム中南部化学肥料株式会社	HNX	102.50	12.14	0.66	0.06	11.44
CPC	カントー殺虫剤株式会社	HNX	74.28	7.32	0.91	0.39	4.89
HPH	フンファット・ハバック化学品株式会社	UPCOM	36.12	12.09	0.36	0.48	3.63
平均			1,344.00	12.24	1.53	0.68	8.47

ソース: Fiiopro, BSC Research



ソース: Bloomberg, BSC Research

テクニク分析

CSV－南部基本化学式会社

理論価格: 40,270VND

損切り値: 27,790VND

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 上昇傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の下にある。
- ・RSI 指標: 買われ過ぎゾーンに接近。
- ・MA: EMA12 は EMA26 の上にある。

評価: CSV は 2020 年の 4 月初から中期的な上昇している傾向にあり、過去最高値を更新している。直近の数週に、売買高が増加していたのは CSV に対するトレーダーの関心を示した。テクニク指標はポジティブな状態にあると共に、RSI 指標が買われ過ぎゾーンにまだ入らないことで、CSV が次の数月にフィボナッチ 161.8%に迫る可能性がある。

推奨: 投資家は株価の 40～40.5 で買い、株価の 27.8 で損切ることを検討するべきだ。



ソース: BSC, PTKT iTrade

付録

業績(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F
売上高	1,588	1,566	1,339	1,464	税引後利益	319	315	227	253
売上原価	(1,165)	(1,125)	(973)	(1,060)	原価償却及び割当て	26	32	45	61
売上総利益	423	441	366	403	流動資本変更	(237)	(466)	15	(131)
販売費用	(71)	(70)	(71)	(77)	他の修正	-	-	-	-
企業管理費用	(65)	(62)	(67)	(73)	営業活動からキャッシュフロー	107	(119)	287	184
営業利益／損失	308	315	227	254	固定資産購入額	(98)	(35)	(47)	(34)
金融活動収益	27	18	12	9	他の投資	(103)	169	(108)	9
金融活動費用	(6)	(13)	(13)	(8)	投資活動からキャッシュフロー	(200)	134	(156)	(25)
借入費用	(5)	(11)	(13)	(7)					
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-	配当金	(195)	(137)	(92)	(88)
他の収益	10	(0)	(1)	(1)	借入から金額	(28)	107	(79)	(54)
税引前利益	319	315	227	253	他の未収金	-	-	-	-
法人税額	(64)	(63)	(46)	(51)	金融活動からキャッシュフロー	(222)	(30)	(171)	(143)
税引後利益	254	251	181	202					
少数株主持分	(2)	(5)	(2)	(3)	初期キャッシュフロー	485	170	154	115
少数株主利益等控除利益	252	246	180	199	中期キャッシュフロー	(315)	(16)	(39)	50
EBITDA	313	342	273	314					
EPS	5,245	5,028	3,657	4,052	最後期キャッシュフロー	170	154	115	165

バランスシート(10 億ドン)	2018	2019	2020	2021F	指数(%)	2018	2019	2020	2021F
現金及び現金相当	170	154	115	165	支払能力				
短期投資	230	80	200	200	流動比率	3.7	3.4	3.3	4.4
短期未収金	159	184	174	202	当座比率	2.5	2.1	2.3	3.1
棚卸資産	296	283	235	240	資本構成				
他の流動資産	28	40	50	26	借入/総資産	0.3	0.3	0.2	0.2
流動資産	883	742	775	834	負債比率/株主資本	0.3	0.4	0.3	0.2
有形固定資産	60	146	123	80	稼働能力				
原価償却	(823)	(832)	(876)	(920)	棚卸資産回転期間	77	94	97	82
建設中非流動資産	90	7	34	34	売掛金回収期間	41	40	49	47
長期投資	-	-	-	-	買掛金回収期間	18	17	18	28
他の非流動資産	90	366	359	361					
非流動資産	245	523	521	481					

総資産	1,128	1,265	1,296	1,315	現金回転率	99	117	128	100
買掛金	285	329	290	235					
短期借入	50	92	73	27	利益性				
他の短期借入	188	125	165	164	売上総利益率	26.7%	28.2%	27.3%	27.5%
短期借入総額	238	217	238	191	税引後利益率	16.0%	16.0%	13.5%	13.8%
長期借入	47	112	52	44	ROE	30.2%	26.8%	18.0%	18.7%
他の長期借入	–	–	–	–	ROA	22.5%	19.9%	14.0%	15.4%
長期借入	47	112	52	44					
負債総額	97	204	125	71	評価				
出資金	442	442	442	442	PE	7.0	4.9	7.2	8.0
株式会社化による資本					PB	1.5	1	1.3	1.5
剰余金	0	0	0	0					
未処分利益	176	187	141	242					
他の株主資本	23	23	23	23	成長率(前年同期比)				
					売上高	8%	–1%	–15%	9%
少数株主持分	–	–	–	–	税引後利益	3%	4%	–26%	11%
株主資本総額	842	936	1,005	1,080	税引前利益	3%	–1%	–28%	12%
総資本	1,128	1,265	1,296	1,315	EPS	5%	–4%	–27%	11%
流行中株数	442	442	442	442					

ソース: CSV, BSC Research

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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Ti
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>