

2021 年 9 月 10 日 – HSX: VSC
業界：港湾業

推奨

買い

ベトナムコンテナ株式会社 (HSX: VSC)

位置を変える機会

現値:	63,800	レポート作成日:	10/09/2021	株主構成	
前理論価格:	-	流行中株数(100 万)	55	SAFI	9.6%
新理論価格:	77,000	時価総額(10 億ドン)	3,527	Sao Á D.C	7.5%
配当率:	2%	過去 6 ヶ月平均売買高:	100,350	Đoàn Thị Tơ	7.0%
上昇率:	20%	外国人投資家保有率	6.9%		

業界分析:

Lê Hữu Ngọc
ngoclh@bsc.com.vn

テクニク分析:

(短期投資家向け)

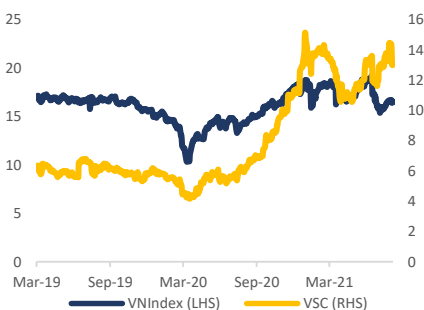
Tô Quang Vinh
vinhtq@bsc.com.vn

推奨価格: 73,000 VND
損切り値: 61,000 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は FCFE 方法及び PE 方法を基づく、(1)新型コロナウイルス感染症後の船積量の回復、(2)二つの深水港湾案件の投資が承認されることへの期待ということから、VSC 株の理論価格を 7 万 7,000VND/株と評価し、VSC の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2021 年には VSC の船積量が前年比+10%増の 113 万 7,836 TEU という仮定を基づく、VSC の売上高を前年比 10%増の 1 兆 8,570 億ドン、少数株主税引後利益を同 29%増の 3,090 億ドン、EPSfw を 5,181VND/株、PEfw を 12.3x と予測しております。

投資観点

- 世界的な経済回復のおかげで、貨物量が前年比 10%増となる。
- 長期的な成長原動力は深水港湾案件の年間処理能力が 3 倍増加することから由来する。

テクニク分析 (中期投資家向け)

- 投資家は株価の 68 で買い、株価の 73 で利益確定売を検討することができます。損切り値は株価の 61 の下である。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行により、世界貿易活動が制限される。
- 深水港湾案件が承認されない。

企業アップデート

- 2021 年上半期には、VSC の売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比+14%増の 9,120 億ドン、同 32%増 1,490 億ドンを計上したのは VSC の港湾を通じる貨物取扱量が増加し、減価償却費を削減したことから由来した。

	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	16.3	12.3	18.6	17.1
PB (x)	2.0	1.9	2.7	2.7
PS (x)	2.0	2.0	2.3	2.1
ROE (%)	14.3	16.0	14.9	16.0
ROA (%)	12.4	14.2	2.4	2.6
EV/ EBITDA (x)	5.5	5.4	17.5	16.1

	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1,793	1,689	1,857	1,957
売上総利益	437	449	533	587
税引後利益	234	240	309	330
EPS	4,244	4,348	5,181	3,621*
EPS 成長率 (%)	-19.3%	3.7%	29.0%	-30.1%
純借入/株主資本 (%)	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%

投資観点

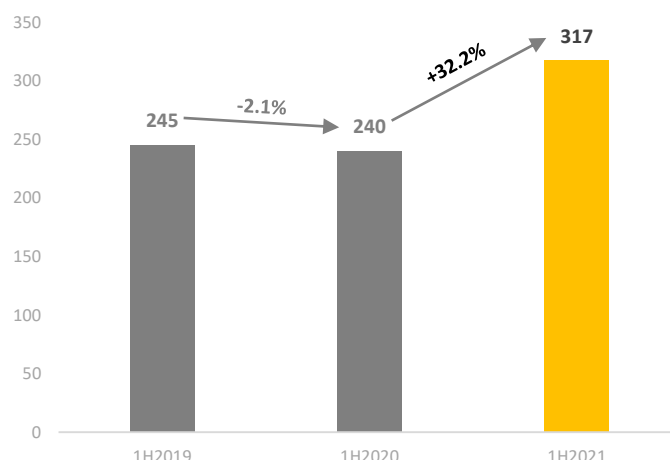
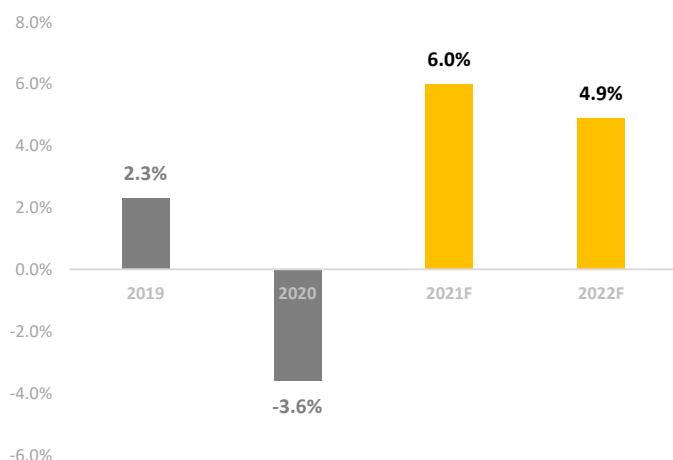
世界的な経済回復のおかげで、2021 年の VSC の港湾を通じる貨物取扱量が前年比 10%増となる。

2021 年上半期には、ベトナムで全部港湾システム及び Hai Phong 湾連携を通じる貨物取扱量はそれぞれ、前年同期比+7.0%、+14.7%増となった。原因は(1)新型コロナウイルス感染症の流行が有効的に封じ込まれて世界経済が回復している、(2)ワクチン接種率が高くなったことで、生産活動と貿易活動が回復したということから由来した。VSC の売上高は前年同期比+13.8%増の 9,120 億ドンを達した。

BSC は(1)多くの国の集団免疫という目標に向け、世界ワクチン接種進捗を加速させて、(2)コンテナ供給源が増加することで、コンテナ不足の状況が改善されて、VSC の港湾を通じる貨物取扱量が前年同期比+10%増となると期待されるということに基づき、2021 年下半期にはベトナム港湾業及び VSC の見通しがより前向きだと評価しております。

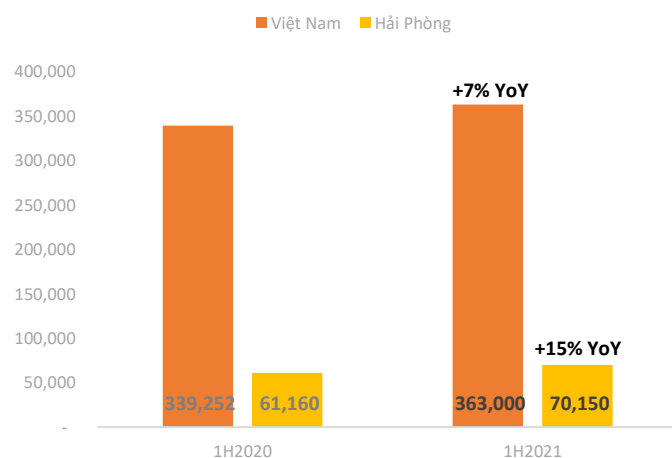
2021 年 9 月 10 日 – HSX: VSC

IMF の予測による、新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた後、2021 年の世界 GDP 成長率が大きく回復する。
2021 年上半期には、ベトナムの輸入出額が急増した。(10 億 USD)



ソース: IMF, World Bank, BSC Research

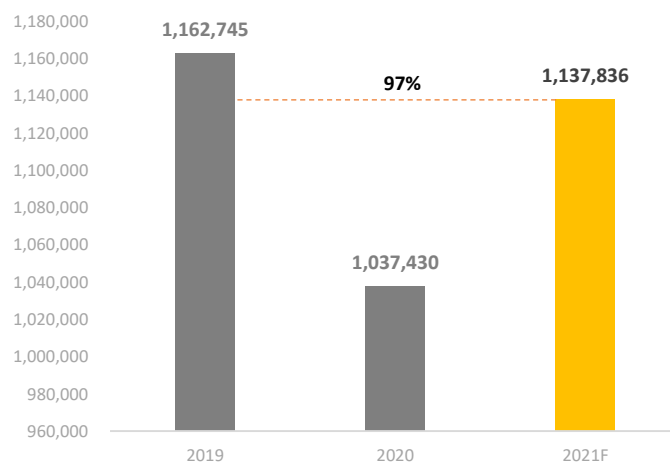
2021 年上半期には、ベトナムの港湾を通じる貨物取扱量が大きく回復した。(1,000t)



ソース: 航海局, BSC Research

ソース: GSO, BSC Research

2021 年の VSC の港湾を通じる貨物取扱量がコロナ前の水準近くまで回復すると期待される。(TEU)



ソース: VSC, BSC Research

長期的な成長原動力は深水港湾案件の年間処理能力が 3 倍増加することから由来する。

VSC は Cat Hai – Hai Phong 深水港湾及び Lien Chieu – Da Nang 深水港湾の投資登録証明書の手続きをしている。2021 年末に、二つの案件が投資を許可される可能性がある。そうすれば、Green 湾及び VIP Green 湾が成長の余地が大きく残っていない背景には、二つの案件が VSC の長期的な成長動力源となるだろう。

VSC の新規港湾案件と存在港湾の年間貨物処理能力

港湾	Green	VIP Green	Cat Hai	Lien Chieu
年間貨物処理能力(TEU ／年)	300,000	800,000	1,100,000	1,100,000

ソース: VSC, BSC Research

二つの深水港湾の投資計画

港湾	年間貨物処理 能力	投資総額	位置	コンテナ船の 積載量	建設期間
Cat Hai	11 万 TEU／年	5 億 VND	Hai Phong	100,000 DWT	2022–2023
Lien Chieu	11 万 TEU／年	5 億 VND	Da Nang	100,000 DWT	2022–2023

ソース: VSC, BSC Research

Cat Hai 湾は 2028 年から最大能力で稼働するのは(1)Hai Phong 湾連携の一般的な成長及び(2)大きな積載量のコンテナ船がこの港湾を通じられるということから由来する。

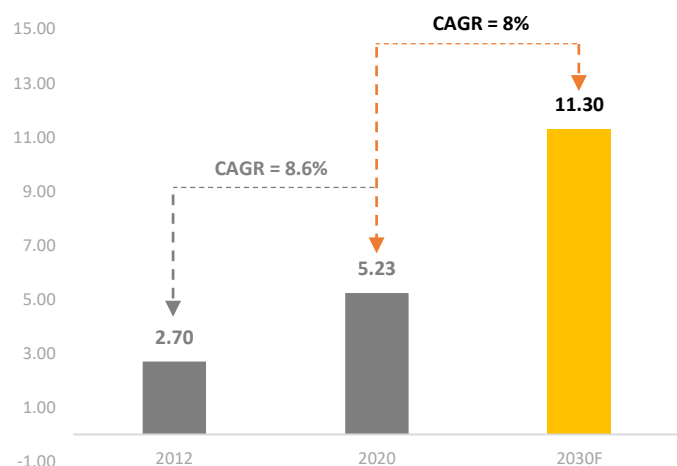
Hai Phong 湾連携は国内及び国際物流活動に対す重要な役割として、2012 年～2020 年期間における CAGR が 8.6%であり、港湾を通じる貨物量を連続で増やした。しかし、最近港湾を通じる貨物量の減少は浅水河川港が大きな積載量のコンテナ船に困難を引き起こすことから由来した。そのために、大きな積載量の船を受け入れるための適当な水路の深さを持つ Lach Huyen 湾は地域の間港として役割を果たしていることで、将来に Hai Phong 湾連携の発展を促進するだろう。BSC は Hai Phong 湾連携を通じる貨物取扱量が 2030 年に 1,130 万 TEU で、2020 年～2030 年間の CAGR が 8%であると期待しております。

VSC の Cat Hai 深水港案件は Lach Huyen 湾に近く位置、積載量 10 万 DWT 級船舶を受け取られる。この港湾案件が承認されれば、2023 年末に稼働する見込みです。また、Cat Hai 深水港案件が承認されれば、VSC は恩恵を受け、VSC の利益に寄付する。理由は(1)Hai Phong 湾連携の CAGR が 8%である、(2)HICT 深水港湾が 2022 年に最大能力で稼働してから、Cat Hai 深水港案件が稼働を開始する最初深水港湾の一つであり、(3)Cat Hai 深水港帯のコンテナ埠頭を 16 埠頭から 10～12 埠頭に減らすことで、港湾能力供給源が減少するということから由来する。BSC は Cat Hai 湾が 2028 年に最大能力で稼働すると期待しております。

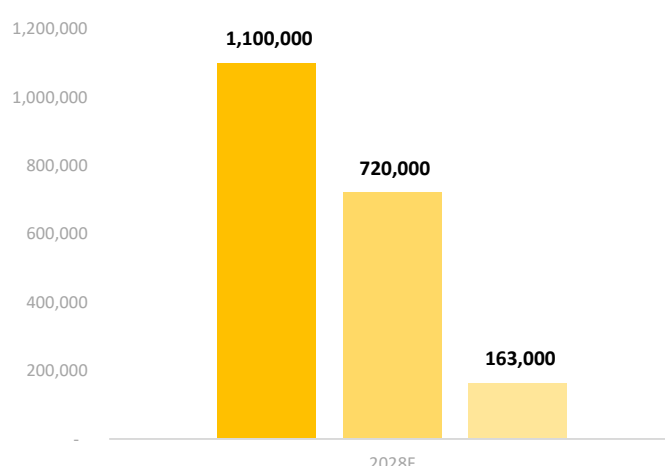
BSC は Cat Hai 湾が最大能力(貨物取扱量が 110 万 TEU)で稼働すれば、収入及び税引後利益がそれぞれ 1 兆 9,000 億ドン、3,500 億ドンを計上すると推定しております。仮に VSC の Cat Hai 湾における保有率が 36%であれば、この湾が VSC の年間利益に 1,300 億ドン(VSC の 2020 年税引き後利益の 45%と相当)を寄付する。

しかし、Lach Huyen 湾及び Cat Hai 湾の投資と運営は Cam 川地域における港湾及び VSC の Green 湾、VIP Green 湾に部分的な悪い影響を及ぼすだろう。VIP Green 湾は徐々にアジア内貨物をサービスするようにシフトし、平均取扱能力の 80%で運航する。Green 湾がよりマイナス影響され、平均取扱能力の 55%で運航する。

Hai Phong 湾連携を通じる貨物取扱量が増加すると期待 2028 年の Hai Phong での港湾の貨物取扱量(TEU)される(100 万 TEU)



ソース: 2367/QĐ-BGTVT, BSC Research



ソース: BSC Research

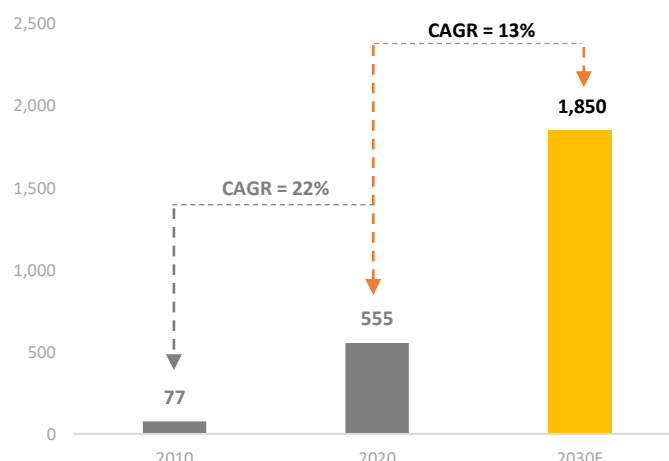
Lien Chieu 湾は 2030 年から貨物取扱能力の 100%で稼働するのは(1)Da Nang 湾連携の一般的な成長及び(2)Tien Sa 湾から貨物を転移することから由来する。

Da Nang 港湾を中部で国際港湾(IA タイプ)として開発する為に、Lien Chieu 湾が中部で国際港湾の主要埠頭となる為に投資される。また、Tien Sa 湾が観光用港湾に転換される。BSC は Lien Chieu 深水港湾の投資のおかげで、2020 年～2030 年期間における Da Nang 湾を通じる貨物取扱量は 185 万 TEU で、CAGR が 13%であると期待しております。

VSC は Lien Chieu 港での 2 つの埠頭を投資される最初企業となることで、Da Nang 港湾の一般的な成長及び Tien Sa 湾から貨物転移から恩恵を早く受けると期待している。Lien Chieu 湾が 2030 年に最大能力で稼働し、港湾を通じる貨物取扱量が 110 万 TEU を達すると期待される。

BSC の推定によると、Lien Chieu 湾は能力 100%で稼働すれば、収入を 1 兆 4,000 億ドン、税引後利益を 1,900 億ドンで計上する可能性がある。Lien Chieu 湾における VSC の保有率が 36%であると仮定すると、この湾が VSC の年間利益に 700 億ドン(2020 年税引後利益の 30%と相当)を寄付する。

Da Nang 湾連携を通じる貨物取扱量が引続き増加する。
(1000TEU)



ソース: 2369/QĐ-BGTVT, BSC Research

企業アップデート

VSC の 2021 年上半期業績アップデート

10 億ドン	2020 年上半期	2021 年上半期	%YoY	評価
売上高	801	912	14%	2021 年上半期には、売上高が前年同期比+14%増の 9,120 億ドンを達したのは港湾を通じる貨物取扱量が増加したことから由来した。
売上原価	(605)	(640)	6%	
売上総利益	197	272	38%	
売上総利益率	24.5%	29.8%		-ベトナムの 2021 年上半期輸出額が前年同期比+32.2%増の 3,170 億ドルを達した。
財務収入	6	6	3%	
財務費用	(2)	(1)	-70%	
借入コスト	(1.71)	(0.16)	-91%	-Hai Phong 湾を通じる貨物取扱量が前年同期比+14.7%増の 700 億 t だった。
合併・関連会社関連収益／損失	2	2	24%	
販売費用	(19)	(34)	75%	
一般的な管理費用	(27)	(35)	29%	2021 年上半期の売上総利益率が 29.8%で、前年同期の 24.5%から上昇した。
営業利益／損失	150	202	35%	
他の純利益	(0)	(2)	684%	
税引前利益	155	208	34%	-港湾を通じる貨物取扱量の増加は固定費用を減少させた。
法人	(14)	(28)	99%	
税引後利益	141	181	28%	
少数株主持分	28	31	12%	-減価償却費が前年同期比-17.9%減の 960 億ドンとなったのはいくつかの輸送車両が減価償却を完了したことから
親会社株主利益	113	149	32%	

由 来 し た。

借入コストが前年同期比-91%減の1,600億ドンで、前年同期の320億ドンから減少したのはVSCが借入額を削減したことによる。

2021 年業績見通し

-売上高が前年比0.7%増の1兆7,000億ドンを達する。

-税引前利益が前年比-0.3%減の3,550億ドンを建つ知る。

ソース: VSC, BSC Research

業績予測

BSCは2021年には、VSCの売上高を前年比10%増の1兆8,570億ドン、少数株主税引後利益を同29%増の3,090億ドン、EPSfwを5,181VND/株、PEfwを12.3xと予測しております。

- (1)多くの国での集団免疫を目標にして、ワクチン接種進捗を加速させている、(2)コンテナ供給源が増加することで、コンテナ不足の状況が改善されるという背景には、世界経済が回復し、政界GDP成長率が6.0%だと期待されて、国際貿易が前向きに進んでいる。

-VSCの港湾埠頭地域での船積量が前年比10%増の113万7,836TEUとなる。そのうち、

+VIP Green 湾での船積量が前年比13%増の68万5,554TEUを達する。

+Green 湾での船積量が前年比5%増の24万1,096TEUを達する。

+PTSC 湾での船積量が前年比5%増の21万1,187TEUを達する。

VSC の業績予測(10 億 VND)

	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1,793	1,689	1,857	1,957
売上原価	(1,356)	(1,240)	(1,324)	(1,370)
売上総利益	437	449	533	587
財務収入	9	11	19	18
財務費用	(16)	(2)	(1)	(22)
借入コスト	(15)	(0)	0	(21)
合併・関連会社関連収益	12	2	4	6
販売費用	(31)	(56)	(61)	(65)
一般的な管理費用	(66)	(73)	(76)	(80)
営業利益／損失	340	320	395	442
他の利益	11	5	6	6

他の費用	(14)	(1)	(1)	(1)
他の純利益	(3)	5	5	5
税引前利益	342	336	422	450
法人税合計額	(56)	(39)	(57)	(61)
税引後利益	286	296	365	389
少数株主持分	52	57	57	60
親会社株主利益	234	240	309	329
EPS (VND/株)	4,244	4,348	5,181	3,621*

ソース: BSC Research

2022 年の EPS が 2021 年株式発行計画の通りに修正される。

評価及び予測

BSC は VSC 株の理論株価を 2021 年 9 月 10 日の終値比 20%増の 7 万 7,000VND/株と評価し、VSC の投資評価を「買い」と推奨しております。

評価方法

BSC は PE 方法及び DCF 方法を使用している。

(1) PE 方法: BSC は 2021 年の目標 P/E を 8x と評価しております。

P/E 方法	価値
EPSFW2021	5,182 VND/CP
目標 P/E	8x
合理的な価格	41,500 VND/株

(2) FCFE 方法: この方法は下記の仮定に基づく。

- VSC が Cat Hai 深水港湾及び Lien Chieu 深水港湾の投資登録証明書を取得される。

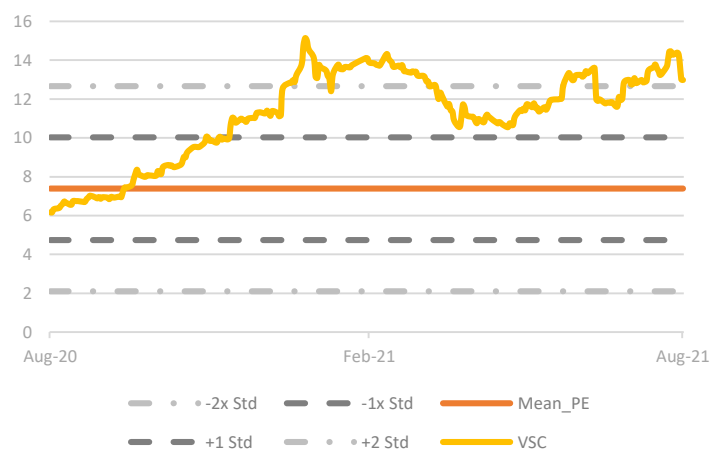
+ 二つの案件向けの資金は株主資本 60% 及び借入資金 40% を含む。

+ 案件別における VSC の保有率が 36% で、合併・関連会社で計上される。

+ 二つの案件が 2024 年から稼働する見込みです。Cat Hai 湾が 2028 年から能力 100% で稼働し、Lien Chieu 湾が 2030 年から能力 100% で稼働する。

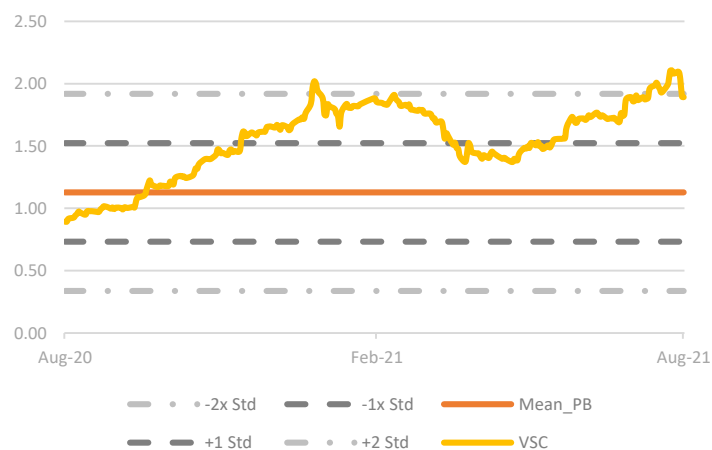
FCFE 方法			
株主資本コスト		FCFE (10 億ドン)	
Beta	0.9	G	2%
非リスク金利	3%	FCFE	6,187
市場リスク補償	8.5%	流行中株数 (100 万株)	55
Ke	10.7%	合理的価格	112,300 VND/CP

VSC の P/E



ソース: BSC Research

VSC の P/B



ソース: BSC Research

*** 備考:** BSC の評価は VSC が Cat Hai 深水港湾及び Lien Chieu 深水港湾の投資を承認される仮定から由来する。

2 つの案件の投資承認が順調に進まなければ、我々の評価が大きく影響される可能性がある。

テクニク分析

VSC (ベトナムコンテナ株式会社)

理論価格: 73,000VND / 株

損切り値: 61,000VND / 株

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 短期的な累積傾向
- ・MACD 指標: シグナル線の下にある。
- ・RSI 指標: 中立ゾーンにある。

VSC はサポート線の株価の 63 に下落した後、回復している傾向にある。しかし、売買代金が株の 67 で減少したのは累積シグナルを見せ、突破を待っている。MACD 指標がシグナル線の離隔を縮小して、ゴールデンクロスが出る可能性がある。RSI 指標が買われ過ぎゾーンに接近したのは短期的な上昇傾向が続くを示した。株価線が MA50 を上回ったことと共に、MA20 に接近したのは VSC が株価の 68 を上回れば、上昇傾向を堅調に維持される可能性がある。

推奨: 投資家は株価の 68 で買い、株価の 73 で利益確定売を検討することができます。損切り値は株価の 61 の下である。



ソース: BSC, PTKT iTrade

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
売上高	1,793	1,689	1,857	1,957
売上原価	(1,356)	(1,240)	(1,324)	(1,370)
売上総利益	437	449	533	587
販売費用	(31)	(56)	(61)	(65)
企業管理費用	(66)	(73)	(76)	(80)
営業利益／損失	340	320	395	442
金融活動収益	9	11	19	18
金融活動費用	(16)	(2)	(1)	(22)
借入費用	(15)	(0)	0	(21)
営業利益／損失	12	2	4	6
他の収益	(3)	5	5	5
税引前利益	342	336	422	450
法人税額	(56)	(39)	(57)	(61)
税引後利益	286	296	365	389
少数株主持分	52	57	57	60
少数株主税引後利益	234	240	309	330
EPS	3,972	3,931	5,181	3,621

バランスシート(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
現金及び現金相当	297	493	772	313
短期投資	3	8	8	8
短期未収金	211	268	285	301
棚卸資産	26	24	27	28
その他流動資産	98	102	112	119
他流動資産	636	896	1,204	768
有形資産	2,207	2,247	0	0
原価償却	(1,134)	(1,333)	0	0
建設中非流動資産	0	0	0	0
長期投資	117	118	122	2,288
他の非流動資産	567	531	1,375	1,212
非流動資産	1,758	1,562	1,497	3,500
総資産	2,393	2,458	2,701	4,269
買掛金				
短期借入	12	0	0	292
他の短期借入	247	287	298	314
短期借入総額	259	287	298	606
長期借入	64	0	0	350
他の長期借入	0	0	0	0
長期借入総額	64	0	0	350
負債総額	323	287	298	956
出資金	551	551	551	1,102
株式会社化による資本剰余金	36	36	36	36
未処分利益	378	413	557	826
他の株主資本	766	797	828	859
少数株主持分	339	374	431	490
株主資本総額	2,070	2,171	2,403	3,313
総資本	2,393	2,458	2,701	4,269
流行中株数(100 万株)	55	55	55	110

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021F	2022F
税引後利益	286	296	365	389
原価償却及び割当て	232	233	202	206
流動資本変更	(72)	(0)	(99)	(44)
営業活動からキャッシュフロー	446	529	469	551
固定資産購入額	(102)	(95)	(80)	(95)
他の投資金	17	9	(0)	(2,160)
投資活動からキャッシュフロー	(85)	(86)	(80)	(2,255)
配当金	(133)	(171)	(110)	0
借入から金額	(211)	(76)	0	642
他の未収金	1	0	0	551
金融活動からキャッシュフロー	(344)	(247)	(110)	1,193
初期キャッシュフロー	279	297	493	824
内期キャッシュフロー	17	197	278	(511)
最終期キャッシュフロー	297	493	772	313

指数 (%)	2019	2020	2021F	2022F
支払能力				
流動比率	2.5	3.1	4.2	1.3
当座比率	2.4	3.0	4.1	1.2
資本構成				
負債比率/総資産	3%	0%	0%	15%
負債比率/株主資本	4%	0%	0%	19%
稼働能力				
棚卸資産回転期間	6	7	7	7
売掛金回収期間	36	40	39	39
買掛金回収期間	25	28	29	28
現金回転率	18	19	18	19
利益性				
売上総利益率	24.4%	26.6%	28.7%	28.7%
税引前利益率	19.1%	19.9%	22.7%	23.2%
ROE	14.2%	14.0%	16.0%	15.5%
ROA	11.7%	12.2%	14.2%	13.8%
評価				
PE	16.7	16.5	12.3	11.9
PB	2.0	2.0	1.8	1.7
成長率(前年同期比)				
売上高	5.8%	-5.8%	9.9%	5.0%
EBIT	-16.2%	-6.0%	23.5%	5.1%
税引前利益	-11.8%	-1.8%	25.7%	7.2%
EPS	-19.0%	-1.0%	31.8%	5.8%

ソース: 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 Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

