

## 総合フォワーディング株式会社 - HSX: GMD 明るい見通し

推奨: 買い

目標価格: 74,900VND/株

Upside: 21%

港湾 - 海運業 | BSC Research

### 評価

BSC は SOTP 方法に基づく、(1) 株価が合理的な価格に割引された、(2) 輸出活動の前向きな傾向と規模拡大の戦略からの恩恵を受けることのおかげで、Gemalink (GML) から成長潜在という要素のおかげで、GMD 株の 2025 年理論価格を 2025 年 1 月 17 日の終値比 21% 増の 74,900VND/株と評価し、GMD の投資評価を「買い」としております。

### 分析者

Trần Nguyễn Tường Huy

Huytnt@bsc.com.vn

### 投資観点

1. 2023 年～2027 年の期間における税引後利益の CAGR は 23% であるだろう。

- Nam Dinh Vu 湾と Gemalink 湾でのサービス価格は前年比+3%増となり、同+6%増となる。
- 港湾を通じる輸送商品量は前年比+17%増となる。第 3 期 Nam Dinh Vu 湾と第 2A 期 Gemalink 湾は 2026 年第 1 四半期と 2026 年第 3 四半期に稼働し、それぞれ前年比 67%増の 65 万 TEUs と同+40%増の 60 万を追加増加する。

### 企業情報

現値(VND/株):	62,000
流行中株数(100 万株):	414
時価総額 (10 億 VND):	25,666
30 日間平均売買代金(100 万株):	3,018
外国人投資家保有率:	47%

2・現在の株価は過去の魅了な株価に戻っている。

GMD の 2025 年 EV/EBITDA は 12.2x であり、第 1 期 Gemalink 湾の 13.3 より低くて、第 2 期 Nam Dinh Vu 湾の 14.38 より低いだ。

### 2025 年～2026 年の期間における業績予測

2025 年には、BSC は(1) 第 1・第 2 号 Nam Dinh Vu 港湾及び GML の稼働効率がそれぞれ、108%と 117%となる;(2) 第 3 号 Nam Dinh Vu 港湾が 16 万 TEUs を寄与するという要素に基づく、売上高を前年比 +8%増の 5 兆 240 億ドン、少数株主等控除利益を同+14%増の 1 兆 4,210 億ドン、EPSfw を 3,458VND/株と予測しております。

2026 年には、BSC は(1) GML2A 港湾が 17 万 5,000 TEUs を寄与する、(2) GML の平均運賃が前年比+6%増となるという要素のおかげで、売上高を前年比+9%増の 5 兆 4,850 億ドン、少数株主等控除利益を同 8 増の 1 兆 5,430 億ドン、EPSfw を 3,726VND/株と予測しております。

リスク: 第 2B 期 Gemalink 湾の展開進捗は予定より遅くなる。Hai Phong 地域における第 3~4 号、第 5~6 号 Lạch Huyện 湾からの競争圧力である。

業績	2024	2025F	2026F	2027F
売上高	4,643	5,024	5,485	6,015
売上総利益	2,231	2,399	2,684	3,062
親会社株主利益	1,470	1,432	1,543	1,826
EPS	3,551	3,458	3,726	4,410

### I. 2024年第3四半期業績のアップデート

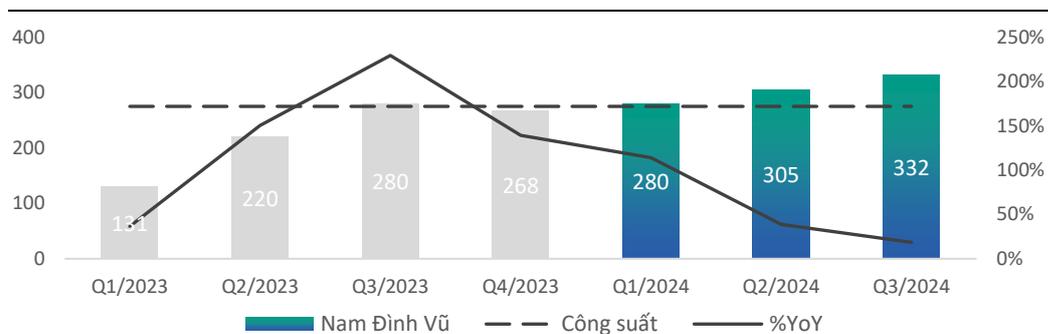
2024年第3四半期には、GMDの売上高と少数株主等控除利益はそれぞれ、前年同期比+24%増の1兆2,340億ドン、同+32%増の3,350億ドンだった。

1. 収入成長の原動力は港湾運営事業から由来した。港湾運営事業からの収入は前年同期比+40%増となった。
2. 金融活動事業からの収入は前年同期比-86%減となった。
3. 連結会社からの利益は前年同期3倍となった。GMLとSCSからの利益はそれぞれ、1,520億ドン、580億ドンだった。

#### Nam Đình Vũ 湾を通じる四半期別コンテナ量

2024年第3四半期に Nam Đình Vũ 湾を通じるコンテナ量は前年同期比18%増の121%を達した。

単位:1000 TEUs

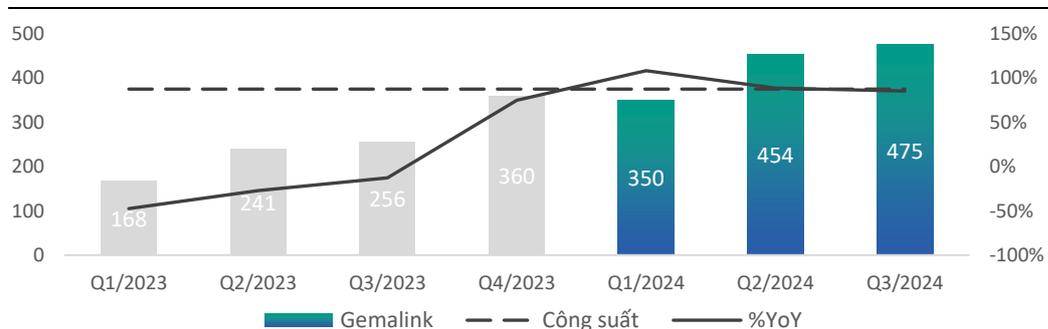


ソース: GMD, BSC

#### Gemalink 湾を通じる四半期別コンテナ量

2024年第3四半期に Gemalink 湾を通じるコンテナ量は前年同期比85%増の127%を達した。

単位:1000 TEUs



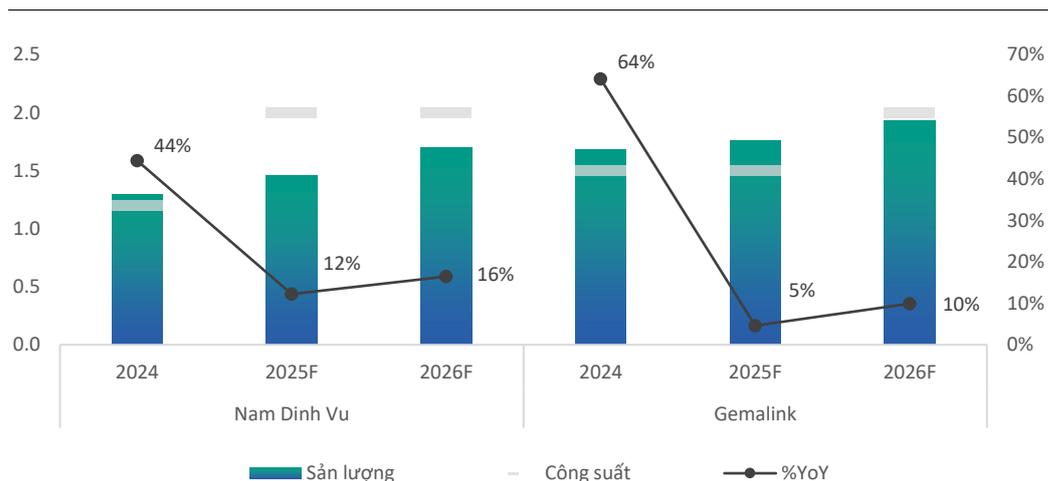
ソース: GMD, BSC

### III. 評価観点

#### 1・2025年～2026年の期間における業績予測

Nam Dinh Vu 湾と Gemalink 湾を通じるコンテナ量の予測

単位:100万 TEUs



ソース: BSC Research

業績(10 億 VND)	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	3,846	4,643	5,024	5,485
%yoy	-1%	21%	8%	9%
売上総利益	1,778	2,071	2,231	2,399
販売費用	(110)	(202)	(219)	(239)
管理費用	(552)	(533)	(566)	(620)
EBIT	1,117	1,336	1,446	1,540
金融活動による収入	1,941	520	270	271
財務費用	(155)	(140)	(191)	(219)
連結会社からの損益	274	675	738	847
他の収入	(30)	(66)	0	0
税引前利益	3,147	2,325	2,264	2,439
税引後利益	2,534	1,909	1,859	2,003
少数株主等控除利益	2,251	1,470	1,432	1,543
EPS (VND/株)	7,207	3,551	3,458	3,726
コア税引前利益	1,303	1,989	2,264	2,439
コア税引後利益	1,008	1,633	1,859	2,003
コア少数株主等控除利益	895	1,258	1,432	1,543
%yoy	-10%	41%	14%	8%
コア EPS(VND/株)	2,925	3,038	3,458	3,726
売上総利益率	46.2%	44.6%	44.4%	43.7%
少数株主等控除利益率	59%	32%	28%	28%
管販費用/収入	17%	16%	16%	16%

ソース: BSC Research

## 2025年～2026年の期間における見通し:

2025年には、BSCは売上高を前年比+8%増の5兆240億ドン、少数株主等控除利益を同+14%増の1兆4,210億ドン、EPSfwを3,458VND/株と予測しております

2026年には、BSCは売上高を前年比+9%増の5兆4,850億ドン、少数株主等控除利益を同8%増の1兆5,430億ドン、EPSfwを3,726VND/株と予測しております。

## 2・評価と推奨

BSCはGMD株の2025年理論価格を2025年1月17日の終値比21%増の74,900VND/株と評価し、GMDの投資評価を「買い」としております。

## STOP方法と目標価格方法を基づく評価

SUM OF THE PARTS VALUATION	方法	2024年	保有率	寄与価値
1. コア事業	FCFF	17,258	100%	17,258
2. Gemalink	EV/EBITDA	14,004	65%	9,120
3. SCS	FCFF	7,805	33%	2,609
4. 連結会社	P/E	832	51%	424
5. ゴム事業と不動産事業	P/B	1,610	100%	1,610
<b>株主資本の合計</b>				<b>31,022</b>
流行中株数				414
<b>目標価格</b>				<b>74,900</b>
2025年1月17日				62,000
Upside				21%

ソース: BSC Research

## FCFF方法

FCFF方法	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT*(1-T)	1,097	1,188	1,265	1,444	1,683	1,791
(+) 割引	410	478	558	558	558	558
(-) Capex	(641)	(2,240)	0	0	0	0
(-) 流動資本変更	(166)	(565)	(602)	(688)	(734)	(779)
<b>Unleveraged Free Cash Flow</b>	<b>700</b>	<b>(1,139)</b>	<b>1,221</b>	<b>1,314</b>	<b>1,507</b>	<b>1,571</b>
キャッシュフローの現価値	700	(1,036)	1,010	988	1,030	976
Terminal value	17,664					
Terminal valueの現価値	10,978					
企業価値	14,646					
(-) 負債	(2,147)					
(+) 現金と短期投資	5,198					
(-) 少数株主	(439)					
<b>株主資本</b>	<b>17,258</b>					

ソース: BSC Research

## EV/EBITDA 方法

EV/EBITDA 方法	2024	2025F	2026F	2027F
EBITDA	1,202	1,333	1,553	1,795
目標 EV/EBITDA				13
EV 2027F				23,335
割引 EV				17,541
(-) 負債				(3,538)
<b>株主資本</b>				<b>14,004</b>

## 付録

業績(10 億ドン)	2024	2025F	2026F	2027F	キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2024	2025F	2026F	2027F
売上高	4,643	5,024	5,485	6,015	税引後利益	2,325	2,264	2,439	2,887
売上原価	(2,572)	(2,793)	(3,086)	(3,330)	原価償却及び割当て	410	478	558	558
売上総利益	2,231	2,399	2,684	3,062	流動資本変更	(166)	(565)	(602)	(688)
管理費用	(533)	(566)	(620)	(664)	他の調整	(1,055)	(818)	(899)	(1,129)
営業益損	(202)	(219)	(239)	(262)	営業活動からキャッシュフロー				
金融活動事業による収入	520	270	271	292	固定資産購入額	(641)	(2,240)	0	0
財務費用	(140)	(191)	(219)	(181)	他の投資	554	251	286	325
借入費用	(140)	(191)	(219)	(181)	投資活動からキャッシュフロー	(86)	(1,989)	286	325
合併・関連会社関連収益	675	738	847	1,018	配当金	(673)	(911)	(911)	(911)
他の収益	(66)	0	0	0	借入から金額	449	1,794	0	0
税引前利益	2,325	2,264	2,439	2,887	他の未収金	2,524	(549)	(549)	(545)
法人税額	(415)	(405)	(436)	(516)	投資活動からキャッシュフロー	2,300	335	(1,460)	(1,455)
税引後利益	1,909	1,859	2,003	2,371	初期キャッシュフロー	1,472	5,198	4,903	5,225
少数株主持分	439	428	461	545	中期キャッシュフロー	3,727	(295)	322	498
少数株主利益等控除利益	1,470	1,432	1,543	1,826	最後期キャッシュフロー	5,198	4,903	5,225	5,724

バランスシート(10 億ドン)	2024	2025F	2026F	2027F	指数 (%)	2024	2025F	2026F	2027F
現金及び現金相当	5,198	4,903	5,225	5,724	支払能力				
短期資産	359	359	359	359	流動比率	2.90	2.60	2.60	2.69
短期未収金	1,104	1,187	1,287	1,403	当座比率	2.72	2.42	2.42	2.50
棚卸資産	93	101	110	121	資本構成				
他の短期資産	348	377	411	451	借入/ 総資産	24%	28%	26%	23%
短期資産	7,102	6,926	7,393	8,057	借入/ 株主資本	31%	39%	35%	30%
長期未収金	46	49	53	58	稼働能力				
固定資産	6,594	9,268	9,254	9,240	棚卸資産回転期間	13	13	13	13
割引	(3,096)	(3,574)	(4,132)	(4,691)	売掛金回収期間	87	86	86	85
投資的な資産	0	0	0	0	利益性				
割引	0	0	0	1					
設中長期資産	2,285	1,837	1,837	1,837					
長期投資	3,581	4,069	4,630	5,323					

他の長期資産	1,393	1,507	1,645	1,804	売上総利益率	2,231	2,399	2,684	3,062
長期資産	11,177	13,544	13,689	13,987	税引き後利益	1,909	1,859	2,003	2,371
総資産	18,228	20,471	21,078	21,981	ROE	14%	13%	13%	14%
買掛金	4,323	5,777	5,411	5,014	ROA	10%	9%	10%	11%
短期借入	657	744	765	778	成長率				
他の短期借入	1,796	1,918	2,080	2,215	売上高	21%	8%	9%	10%
短期借入合計	2,453	2,662	2,845	2,993	EBIT	20%	8%	6%	14%
長期借入	1,490	2,735	2,187	1,642	税引前利益	-26%	-3%	8%	18%
他の長期借入	380	380	380	380	EPS	-51%	-3%	8%	18%
長期借入総額	1,870	3,115	2,566	2,022					
負債総額	4,323	5,777	5,411	5,014					
出資金	4,140	4,140	4,140	4,140					
株式会社化による資本剰余金	3,862	3,862	3,862	3,862					
他の株主資本	632	632	632	632					
未処分利益	3,680	4,070	4,553	5,308					
少数株主持分	1,591	2,019	2,479	3,025					
株主資本総額	13,905	14,723	15,667	16,967					
総資本	18,228	20,471	21,078	21,981					

## 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

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

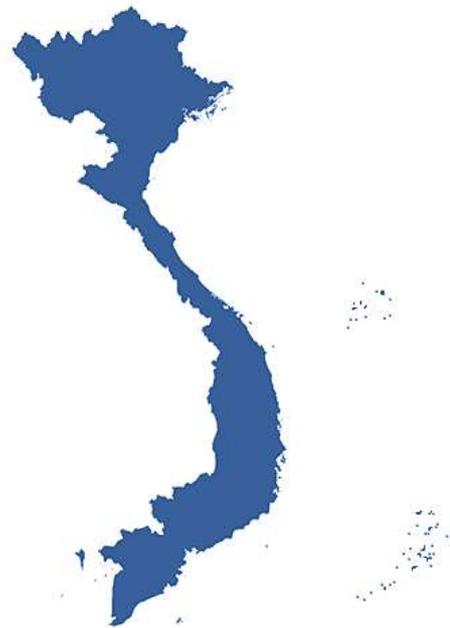
### BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510



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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

## 推奨システム

推奨	説明
強い購入	1年間利益率は30%以上になると期待されております。
購入	1年間利益率は15～30%以上になると期待されております。
ホールド	1年間利益率は10～15%以上になると期待されております。
売却	1年間利益率は10未満と期待されております。

## 連絡先 - 研究・分析センター

Trần Thăng Long

分析・研究部の部長

[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

Bùi Nguyên Khoa

分析・研究部の副部長

マクロ - 市場

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

Đỗ Thu Phương

分析・研究部の副部長

定量

[Phuongdt@bsc.com.vn](mailto:Phuongdt@bsc.com.vn)

Phan Quốc Bửu

分析・研究部の副部長

業界・企業

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### 銀行・金融業

Dương Quang Minh

リーダー、分析者

[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)

Đoàn Minh Trí

分析者

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### 不動産業、建設用材料業

Phạm Quang Minh

リーダー、分析者

[Minhpq@bsc.com.vn](mailto:Minhpq@bsc.com.vn)

Lâm Việt

分析者

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

Nguyễn Công Hoàng Duy

分析者

[Duyndh@bsc.com.vn](mailto:Duyndh@bsc.com.vn)

### 石油・ガス業、肥料業、化学業

Nguyễn Thị Cẩm Tú

リーダー、分析者

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

Lưu Thùy Linh

分析者

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

Nguyễn Dân Trường

分析者

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

### 小売り業、輸出業、Logistics 業

Phạm Thị Minh Châu

リーダー、分析者

[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

Trần Lâm Tùng

分析者

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

Trần Nguyễn Tường Huy

分析者

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)