

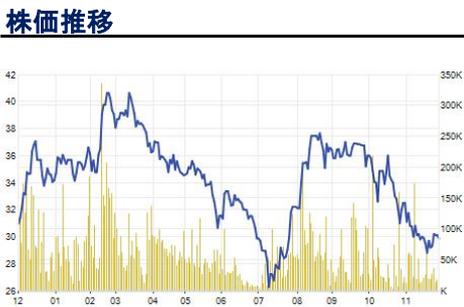
推奨 買い

Vương Chí Tâm (PTCB)	
tamvc@bsc.com.vn	
目標価格	36,583
終値	29,850
Upside	22.6%

Lê Quốc Trung (PTKT)	
trunglq@bsc.com.vn	
目標価格	33,500
損切り値	26,000

市場データ	
発行済株数	44.2
時価総額(10億ドン)	1,319
過去52週間の最高値(VND)	46,400
過去10日の売買高(株)	24,632
外国人投資家保有率	20.14%

大口株主	
Tập đoàn Hóa chất VN	65.00%
VIPH Ltd	7.20%
VN Investment Ltd	4.75%
VN Enterprise Investment	4.03%
CTCP HCCB Miền Nam	0.36%



企業概要
 CSVは工場移転中のため、生産能力を上げない。2つの電解槽使用の案件は2019年第2四半期に延長された。

生産能力を上げる

価格評価。
 BSCはPE算定方法で、CSVの目標価格を36,583ドン/株(2018年11月30日の終値より22.6%増)と予想し、MWGの投資評価を「買い」と推奨しております。現在、CSVのPEは5.14xであり、業界平均レベルの7.8xより低かった。

2019年業績予測。
 BSCの予測によると、CSVの2018年売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比8.52%増の1兆5,910億ドン、同3.62%増の2,490億ドンとなり、2018年EPSは5,069ドン/株と見込みだ。2019年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比7.54%増の1兆7,110億ドン、同3.42%増の2,570億ドンとなり、2019年EPSは5,242ドン/株と見込みだ。2019年予測のための仮定は：販売価格が変わらない、原材料NaOHの価格が前年比5%増となる。硫黄と塩の価格が同比10%増、電気代が同比3%増となる。2019年第2四半期に新しい電解槽を導入することで、NaOHの産量が37,000tに達すだろう。

事業傾向
 (1) 将来的に化学物質の需要が高まっているのは、工場移転の後のCSVの発展原動力である。
 (2) Vinachemは2019年にCSVにおける資本を回収して、保有率を65%から51%に引き下げる予定がある。

投資リスク
 (1) 原材料価格の変動
 (2) 電解槽を導入する進行及び工場移転のリスク。

業績アップデート。
 2018年第3四半期の業績。2018年第3四半期、CSVの売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比0.02%増の3,920億ドン、同比0.35%増の635億ドンとなった。

2018年消費量が安定になった。2018年9ヶ月には、苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Cl₂(塩素)、Silicat、H₂SO₄の消費量はそれぞれ前年同期比24.44%増、同13.2%増、同12.58%増、同0.77%増、同19.69%増となった。2018年消費量の安定は、CSVが生産能力を上げなかったから。各製品の販売価格の上昇は異なった。2018年9ヶ月、苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Cl₂(塩素)の平均価格はそれぞれ前年同期比34.6%増の300万ドン、同23.76%減、同8.84%減となった。H₂SO₄の価格は前年同期比18.1%増の193万ドンに達した。

原材料の価格は引き続き大きく上がった。運賃の上昇のため、塩の価格が前年同期比24%増となった。硫黄と燐の価格はそれぞれ前年同期比36%増、8%増となった。売上総利益率は27.53%に達した、そのうち、前年同期のが28.33%だった。

燐株式会社における株式保有率を売却する計画は延長された。そのため、BSCは資本回収よりの利益を2018・2019年予測から除外する。

(link)

2018年第3四半期の業績が安定になった。2018年第3四半期、CSVの売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比0.02%増の3,920億ドン、同比0.35%増の635億ドンとなった。2018年9ヶ月には、CSVの売上高及び税引後利益はそれぞれ前年同期比9.4%増の1兆1,670億ドン、同比6.6%増の1,900億ドンとなって、2018年利益計画の84%を達成した。

2018年消費量が安定になった。2018年9ヶ月には、苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Cl₂(塩素)、Silicat、H₂SO₄の消費量はそれぞれ前年同期比24.44%増、同13.2%増、同12.58%増、同0.77%増、同19.69%増となった。しかし、現在、2018年に工場が最高能力で稼働したため、産量をもっと成長できない。2019年に、新しい電解槽を導入したら、工場の産量が39,000t/年に達す。そのため、CSVの売上高は300億ドン増加するだろう。しかし、電解槽の導入のせいで、CSVの減価償却費も毎年250~300億ドン増加するだろう。

各製品の販売価格は上昇したが、電気分解よりの化学製品の間は値上りは異なった。2018年9ヶ月、苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Cl₂(塩素)の平均価格はそれぞれ前年同期比34.6%増の300万ドン、同23.76%減、同8.84%減となった。BSCの評価によると、現在、苛性ソーダの需要が高くなっている、そのうち、HCl(塩化水素)とCl₂(塩素)の需要があまり成長していない。そのため、電気分解よりの化学製品の間は値上りは異なった。SilicatとH₂SO₄の販売価格はそれぞれ前年同期比13.07%増の223万ドン、同18.1%増の193万ドンとなった。

原材料の価格は引き続き大きく上がった。運賃の上昇のため、塩の価格が前年同期比24%増となった。硫黄と燐の価格はそれぞれ前年同期比36%増、8%増となった。売上総利益率は27.53%に達した(前年同期が28.33%)。今後、原油価格の下落は賃賃を引き下げて、CSVの原価を引き下げる。

2021年にNaOH工場を移転し、2024年に他の工場を移転する予定がある。BSCの評価によると、機械はNaOH工場の投資金(1兆2,000億ドン)の大分を占めて、NaOHの産量を50,000tに引き上げる。しかし、これのために、減価償却費が2021年から1,600億ドン/年上がって、売上総利益率に影響するだろう。

燐株式会社が公開会社の条件に該当していないから、燐株式会社における株式保有率を売却する計画は延長された。そのために、BSCは資本回収よりの利益を2018・2019年予測から除外する。

2019年予測。BSCの予測によると、CSVの2018年売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比8.52%増の1兆5,910億ドン、同3.62%増の2,490億ドンとなり、2018年EPSは5,069ドン/株と見込みだ。2019年の売上高及び税引後利益はそれぞれ前年比7.54%増の1兆7,110億ドン、同3.42%増の2,570億ドンとなり、2019年EPSは5,242ドン/株と見込みだ。2019年予測のための仮定は:販売価格が変わらない、原材料NaOHの価格が前年比5%増となる、硫黄と塩の価格が前年比10%増、電気代が前年比3%増となる。2019年第2四半期に新しい電解槽を導入することで、NaOHの産量が37,000tに達すだろう。現在、CSVのP/E及びP/Bはそれぞれ5.2x、1.58xだった。

CSV - 南部基本化学株式会社

財務分析

2018年12月19日

BSC

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
売上高	392	399	355	420	392
売上総利益	110	113	98	112	111
財務収入	6	7	7	7	7
財務費用	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
借入利息	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)
販売費用	(17)	(19)	(19)	(19)	(17)
管理費用	(17)	(14)	(16)	(11)	(19)
営業利益／損失	80	85	70	88	80
他の収入	(1)	(0)	1	(0)	(1)
税引前利益	79	85	71	88	80
税引後利益	63	68	57	70	64
少数株主持分	1	(1)	0	2	0
親会社株主利益	62	69	56	68	64

EPS

短期資産	922	985	1,033	940	913
現金及び現金相当	545	585	601	490	471
短期未収金	205	196	190	204	193
在庫	164	194	229	207	218
他の短期資産	8	10	14	38	31
長期資産	103	103	93	167	242
長期未収金	18	18	18	2	2
固定資産	80	74	68	64	60
進行中である長期資産	1	6	3	7	88
他の長期資産	4	4	5	95	92
総資産	1,025	1,087	1,127	1,107	1,154
買掛金	247	284	262	283	311
短期負債	240	278	256	279	268
短期借入	53	119	112	127	75
長期負債	7	6	6	5	44
長期借入	7	6	6	5	44
株主資本	778	804	864	824	843
出資資本	442	442	442	442	442
未処分利益	171	210	275	157	176
総資本	1,025	1,087	1,127	1,107	1,154

売上高の成長率(%)	6%	18%	14%	16%	0%
売上総利益率	28.0%	28.2%	27.7%	26.7%	28.2%
借入費用／売上高	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
販売費用／売上高	4.5%	4.8%	5.2%	4.5%	4.3%
管理費用／売上高	4.4%	3.5%	4.5%	2.7%	4.8%
純利益率	16.2%	17.0%	15.9%	16.7%	16.2%

消費量と販売価格が上がったことで、2018年9ヶ月の売上高は前年同期比9.4%増となった。苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Silicat、H2SO4の消費量はそれぞれ前年同期比24.44%増、同13.2%増、同0.77%増、同19.69%増となった。苛性ソーダ、HCl(塩化水素)、Cl2(塩素)、Silicat、H2SO4の販売価格はそれぞれ前年同期比34.6%増、23.7%減、8.84%減、13.07%増、18.1%増となった。

売上総利益は前年同期比6.3%増となった。販売価格の上昇速度が原材料価格より遅いので、売上総利益の成長率は売上高より低かった。2018年9ヶ月、塩、硫黄、燐の価格はそれぞれ前年同期比24%増、同36%増、同8%増となった。そのため、2018年9ヶ月売上総利益率は27.53%に達して、前年同期の28.5%より下落した。

現金及び現金相当は多くなったが、工場移転と共に電解槽に費やされるだろう。在庫は原材料価格の値上がりにより前年同期比32.9%増となった。

有形固定資産の減価償却は2018年に完成するだろう。しかし、2019年に、電解槽の導入のため、減価償却費は増加する。減価償却費は300億ドン／年である。

短期借入は原材料により前年同期比11.7%増となった。長期借入は電解槽に投資するため。

いくつかの財務指標

Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018

1. 支払能力

流動比率	3.84	3.55	4.03	3.37	3.41
当座比率	3.12	2.81	3.09	2.49	2.48

流動性は豊富となっている。

2. 資本構成

短期資産/総資産	0.90	0.91	0.92	0.85	0.79
長期資産/総資産	0.10	0.09	0.08	0.15	0.21
負債比率/総資産	0.24	0.26	0.23	0.26	0.27
負債比率/株主資本	0.32	0.35	0.30	0.34	0.37
短期負債/総資産	0.23	0.26	0.23	0.25	0.23
長期負債/総資産	0.01	0.01	0.01	0.00	0.04

資産構成。短期資産は総資産の79%を占めている。長期資産の総資産における割合は21%に上がったのは電解槽の投資金から来た。

短期債務は総資産の23%を占めている。長期債務は増加傾向がある。

3. 稼働能力

棚卸資産回転率	5.4	5.6	5.2	6.1	5.5
売掛金回転率	8.0	7.9	8.9	8.8	9.0
買掛金回転率	22.4	22.1	18.9	32.7	29.5
在庫日	67.0	65.7	69.9	59.8	66.4
売掛日	45.4	46.0	41.2	41.4	40.7
買掛日	16.3	16.5	19.4	11.2	12.4
現金回転率	96.1	95.2	91.8	90.0	94.8

売掛日及び買掛日は減少した。現金回転率は前年同期より改善された。

4. 利益性

税引後利益/売上高(%)	16.2%	17.0%	15.9%	16.7%	16.2%
税引後利益/株主資本(%)	30.0%	32.6%	30.6%	33.5%	31.8%
税引後利益/総資産	21.8%	23.4%	23.5%	24.2%	23.0%
資産運用による収益/売上	20.4%	21.4%	19.7%	20.9%	20.5%

利益性が高く安全になっている。

5. DuPontモデル

総資産/株主資本	1.41	1.39	1.32	1.37	1.34
収入/総資産	1.38	1.39	1.42	1.47	1.40
EBIT/収入	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21
EBT/EBIT	0.98	0.99	0.99	0.99	0.98
利鞘/税引前利益	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80

6. 評価

PE	7.9	7.5	5.4	6.5	5.1
PB	2.3	2.1	1.6	2.1	1.6
EPS	4,871	5,435	5,547	5,778	5,810
簿価	16,891	17,962	19,076	18,111	18,550

評価指数が良くなっている。CSVのP/Eは業界平均レベルの7.8xより低かった。

7. 成長率(前年同期比)

総資産	-3%	8%	11%	11%	13%
負債	11.4%	13.8%	13.6%	15.3%	8.4%
売上高	6.0%	18.4%	13.7%	15.7%	0.0%
売上総利益率	13.2%	23.7%	3.9%	14.5%	1.0%
税引後利益	167.6%	58.7%	5.4%	14.1%	0.4%

- ・現在傾向: 横ばい。
 - ・MACD指標: 下落。MACD線がシグナル線を上回る。
 - ・RSI指標: 中立。ボリンジャー線の上に打つ。
 - ・MA線: MA20線がMA50線を下回る。両線がMA200の下にある。
- 評判: CSV株はダブルボトムモデルを作成している。売買高は減少していて、平均レベルより低かった、上昇力の弱まりを示した。MACD線は短期上昇を示したが、売買高の減少のため、CSVは回復の前に底値に下落するだろう。株値が27.8の底値から回復した後、RSI指数はボリンジャー線の上に打った。3つのMA線は引き続き下落傾向がある。
- 推奨: 投資家は27.8の株値で購入し、26の株値で損きりを売り、33.5の株値で利益確定を売ることができる。売買高が30の株値の時に大きく増加する場合は、冒険が好きな投資家は36の株値で利益確定を売ることができる。

Đồ thị kỹ thuật



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: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

