

企業アップデート

GMD - 総合フォワーディング株式会社

2019年3月20日

BSC

Nam Dinh Vu 港湾からの期待

推奨: 観察

Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

目標価格 29,100

終値 27,750

Upside 4.9%

Đặng Quang (PTKT)

quangd@bsc.com.vn

目標価格 29,060

損切値 26,890

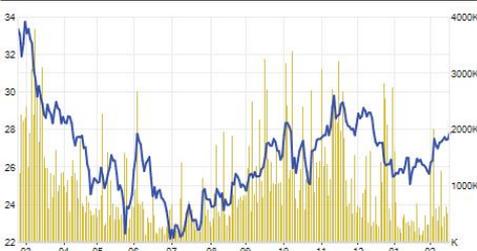
市場データ

発行済株式数 (100万株)	296.90
時価総額 (10億ドン)	8,180
過去52週間の最高値 (VND)	35,300
過去10日の売買高 (株)	1,227
外国人投資家の保有率	44.02%

大口株主

VI Fund II, L.P	29.55%
Lê Thúy Hương	7.30%
ReCollection Pte.Ltd	6.11%
Deutsche Bank AG Londo	3.90%

株価の推移 (1年間)



企業概要

運営の25年を過ぎて、GMDは港湾運営、ロジスティクス、輸送、貨物船管理の分野における大手な企業である。また、GMDはベトナムで唯一のロジスティクスでのバリューチェーンを所有している会社である。

定価

BSCはPE方法でGMDの投資評価を現値より4.9%増の29,100VND/株の目標で「観察」と推奨しております。

2019年業績の予想

BSCは2019年に、収入を前年比5.31%増の2兆8,280億ドン、税引後利益を同6.3%増の5,936億ドン、EPSを前年比6.3%増の1,901VND/株、PE予想を14.5x、PB予想を1.17xと推奨しております。GMDの2019年成長はNam Dinh Vu 港湾から由来し、生産量が前年比57.9%増の30万TEUsとなり、荷役料が1~2%に僅かに増加する。

事業傾向

1.

CPTPPとEVFTAの協定は、地域の国々での商品貿易を強化し、ポートを通じる総品量を増加させる。

2. Cai Mep (カイメープ) - Thi Vai (ティーヴァイ) 湾連携でGemalinkプロジェクトを再開することで、GMDの生産量は2020年から100%を増やすことができます。

リスク

1.

Hai Phong 湾連携で高い競争性により、新規海運船企業の誘致はより困難になっています。

2. 運輸省の通達第54号による港湾サービス価格帯を適用するのは困難となる。

3. 借入費用及び減価償却費用の圧力。

2018年業績のアップデート

2018年には、GMDの収入が前年比32.7%減の2兆6,857億ドン、年間計画の111.7%を達成した。親会社の税引後利益が同260%増の1兆8,297億ドン、年間計画の102.4%を達成した。2018年のEPSは6,153VND/株であり、PEは4.4xだった。しかし、2018年特別財務利益の1兆5,160億ドンを除外すると、親会社の税引後利益は前年比11.5%増の5,209億ドンに達した。

GMDは現在、事業を再構築して、売上総利益率の高い事業を集中している。具体的には、(1)

港湾事業からの収益は、ポートを通じるコンテナ取扱量が前年比21%増加したことのおかげで、前年比25.4%増の2兆3,010億ドンに達した。(2)

GMD SHIPPING及びGMDロジスティクスにおける保有株式の売却により、物流活動からの収益は前年比82.2%減の3,819億ドンに達した。(3)

オフィスリース収入は前年比16%増2兆7,780億ドンに達した。

現在、GMDはGemalinkのローンを確認するために資産担保を完了したことから、Gemalink案件が2019年2月に再着工した。Gemalink案件の総取扱量は150万TEUSであり、2020年第2四半期に稼働を開始する予定。その時、GMDの港湾を通じるコンテナ産量は350万TEUSとなる。

[\(link\)](#)

2018年業績アップデート

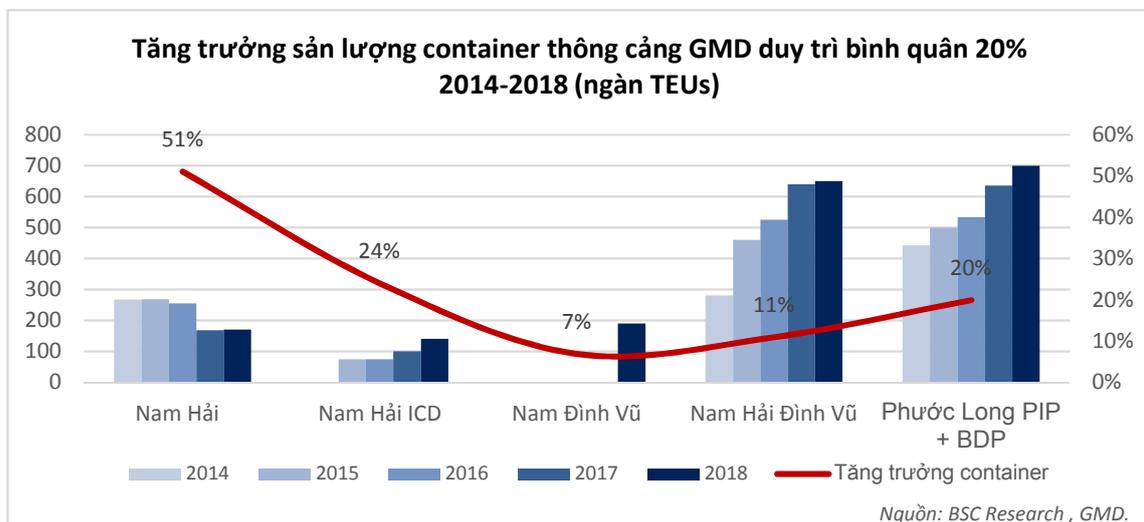
GMDの2018年収入は前年比32.7%減の2兆6,858億ドン、年間計画の111.7%を達成した。親会社税引後利益は前年比260%増の1兆8,297億ドン、年間計画の102.4%を達成した。2018年のEPSは6,153VND/株であり、PEは4.4xだった。しかし、2018年から特別利益の1兆5,160億ドンを差し引いた場合、親会社税引後利益は前年比11.5%増の5,209億ドンに達した。2018年のEPSは1,788VND/株であり、PEは15.3xだった。

GMDは現在、事業を再構築して、売上総利益率の高い事業を集中している。具体的には、(1) 港湾事業からの収益は、ポートを通じるコンテナ取扱量が前年比21%増加したことのおかげで、前年比25.4%増の2兆3,010億ドンに達した。(2)

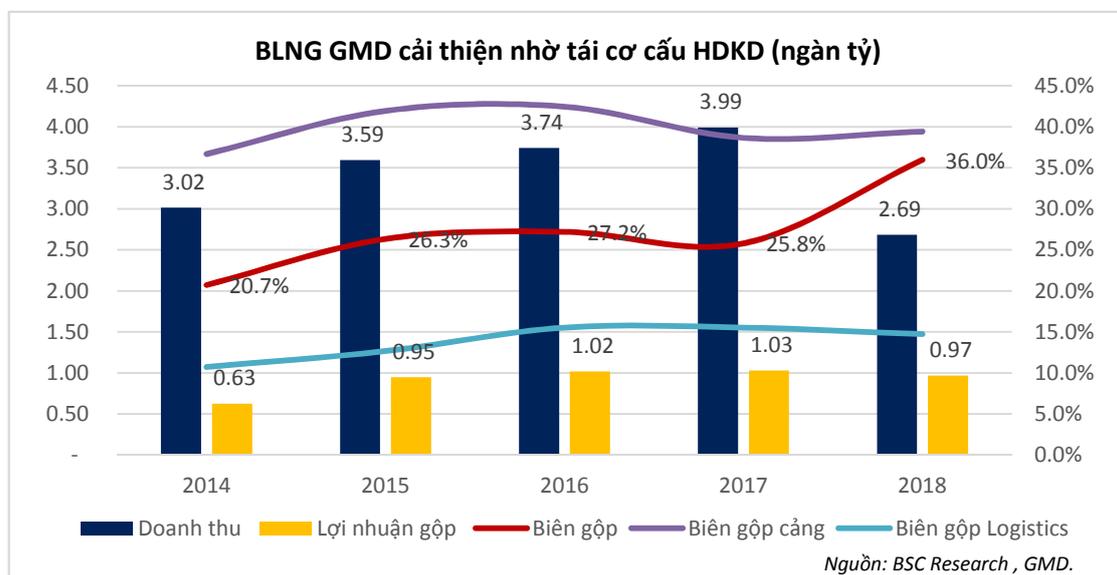
GMD SHIPPING及びGMDロジスティクスにおける保有株式の売却により、物流活動からの収益は前年比82.2%減の3,819億ドンに達した。(3)

オフィスリース収入は前年比16%増2兆7,780億ドンに達した。

売上総利益は前年比6.1%減の9,663億ドンに達した。売上総利益率は2018年に35.9%に達した。



売上総利益は前年比6.1%減の9,663億ドンに達した。売上総利益率は2018年に35.9%に達した。



企業アップデート

GMD - 総合フォワーディング株式会社

2019年3月20日

BSC

現在、GMDはGemalinkのローンを確保するために資産担保を完了したことから、Gemalink案件が2019年2月に再着工した。Gemalink案件の総取扱量は150万TEUSであり、2020年第2四半期に稼働を開始する予定。その時、GMDの港湾を通じるコンテナ産量は350万TEUSとなる。2019年～2020年の期間におけるコンテナ産量の成長率が30%になると予想されるCai Mep - Thi Vai湾連携におけるポートを通じるコンテナ産量を増加させるためのGemalink案件の再開活動を高く評価しております。

また、Gemalink案件に資本の25%を出資しているCMA-CGM株主は現在、Gemalink港を通じるコンテナ貨物を約70万～80万TEUS.を輸送することを約束した。そのために、貨物量はGemalink湾の開拓能力の約60～70%を占めるでしょう。

しかし、Gemalink案件第1期では、投資総額が3億3,000万ドル、長期借入総額が約2億ドルである。GMLが最初の1～2年における低稼働率で非効率的に運用された場合、借入費用及び減価償却費がGMDの負担になるだろう。そのために、GMLは2020年にGMDの重要な成長原動力の1つであると考えていますが、GMLが完成した時に企業の事業活動を監視する必要だ。

2019年業績の予想

BSCは、2019年には、GMDの収入を前年比5.31%増の2兆8,280億ドン、親会社税引後利益を同6.3%増の5,936億ドン、EPSを同6.3%増の1,901VND/株、PEを14.5 x、PBを1.17 xと予想しております。BSCはGMDの2019年重要な成長原動力はNam Dinh Vu港から由来し、コンテナ産量が約前年比57.9%増の30万Teusになると予想されております。理由は、CPTPP貿易協定のおかげで、ハイフォン地域での輸出入商品量が増加し、荷役料が1～2%に僅かに増加することから由来する。

評価

BSCはPE方法でGMDの投資評価を現値より4.9%増の29,100VND/株の目標で「観察」と推奨しております。

GMD - 総合フォーディング株式会社
財務分析
2019年3月20日

BSC

財務諸表の各指標

	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	3,013	3,586	3,742	3,923	2,686
売上総利益	625	947	1,018	1,024	966
財務収入	665	56	39	173	1,618
財務費用	(251)	28,250	(151)	(132)	(52)
借入利息	(113)	(118)	(121)	(142)	(129)
販売費用	(32)	(45)	(63)	(86)	(100)
管理費用	(280)	(261)	(297)	(355)	(325)
営業利益／損失	752	491	597	734	2,261
他の収入	(51)	15	(116)	(84)	(79)
税引前利益	701	506	481	650	2,182
税引後利益	565	461	444	581	1,900
少数株主持分	34	58	54	77	70
親会社株主利益	531	402	390	504	1,830
EPS	4,598	3,271	2,009	1,962	6,153

売上高は前年比31.5%減の2兆6,860億ドンとなった。南部湾連携を通じるコンテナ産量はPhuoc Long湾での成長率が前年比35%ぞうとなったことで良く成長した。北部湾連携を通じるコンテナ産量は安定し、とりわけ、Nam Hai湾での成長率が前年比10%減となり、Nam Hai Dinh Vu湾での成長率が同5%増となり、Nam Dinh Vu湾が2019年第1四半期に完了し、港湾を通じるコンテナ産量が19万TEUsとなった。

税引後利益は前年比227%増の1兆9,000億ドンとなった。

短期資産	2,395	2,678	2,140	2,158	1,292
現金及び現金相当	1,075	996	813	891	283
短期未収金	1,167	1,515	1,128	1,069	849
在庫	91	107	87	103	60
他の短期資産	63	60	112	94	99
長期資産	5,784	6,321	7,978	9,079	8,660
長期未収金	177	198	151	131	74
固定資産	2,461	2,432	2,698	3,224	3,423
進行中である長期資産	799	1,086	1,824	2,448	1,693
他の長期資産	402	595	997	956	795
総資産	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952
買掛金	2,961	3,385	4,251	4,145	3,402
短期負債	1,169	1,606	2,961	2,584	1,464
短期借入	407	424	1,579	679	637
長期負債	1,791	1,779	1,290	1,561	1,938
長期借入	1,480	1,455	928	1,256	1,630
株主資本	5,219	5,614	5,867	7,092	6,550
出資資本	1,161		1,794	2,883	2,969
未処分利益	1,031	1,153	1,131	1,108	572
総資本	8,180	8,999	10,118	11,237	9,952

GMDの長期資産は総資産の87%を占めている。

GMDの長期借入は前年比24.15%増の1兆9,380億ドンにたつた。

売上高の成長率(%)		51%	45%	55%	-11%
売上総利益率	21%	26%	27%	26%	36%
借入費用／売上高	4%	3%	3%	4%	5%
販売費用／売上高	1%	1%	2%	2%	4%
管理費用／売上高	9.3%	7.3%	7.9%	9.0%	12.1%
純利益率	18.8%	12.8%	11.9%	14.8%	70.7%

売上総利益率は2018年に36%に達した。

借入費用／売上高の割合は5%となった。

いくつかの基本的な財務指標

	2014	2015	2016	2017	2018
1. 支払能力					
流動比率	2.05	1.67	0.72	0.84	0.88
当座比率	1.92	1.56	0.66	0.76	0.77
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.29	0.30	0.21	0.19	0.13
長期資産/総資産	0.71	0.70	0.79	0.81	0.87
負債比率/総資産	0.36	0.38	0.42	0.37	0.34
負債比率/株主資本	0.57	0.60	0.72	0.58	0.52
短期負債/総資産	0.14	0.18	0.29	0.23	0.15
長期負債/総資産	0.22	0.20	0.13	0.14	0.19
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	23.3	27	28	30	21
売掛金回転率	9.7	10	8	7	6
買掛金回転率	7.3	6	5	5	3
在庫日	15.6	14	13	12	17
売掛日	37.8	37	44	49	57
買掛日	50.3	65	79	81	107
現金回転率	3.2	(14)	(22)	(19)	(33)
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	18.8%	12.8%	11.9%	14.8%	70.7%
税引後利益/株主資本(%)	11.6%	8.5%	7.7%	9.0%	27.9%
税引後利益/総資産	7.1%	5.4%	4.6%	5.4%	17.9%
資産運用による収益/売上	25.0%	13.7%	16.0%	18.7%	84.2%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	1.63	1.59	1.67	1.65	1.55
収入/総資産	0.38	0.42	0.39	0.37	0.25
EBIT/収入	0.27	0.17	0.16	0.20	0.86
EBT/EBIT	0.86	0.81	0.80	0.82	0.94
利鞘/税引前利益	0.81	0.91	0.92	0.89	0.87
6. 評価					
PE		7.9	12.3	15.1	4.5
PB		0.6	0.9	1.1	1.3
EPS			2,172	1,762	6,153
簿価		42,514	28,792	22,005	22,059
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	7%	10%	12%	11%	-11%
負債	16%	8%	4%	21%	-8%
売上高	19%	19%	4%	5%	-32%
売上総利益率	41%	51%	8%	1%	-6%
税引後利益	177%	-18%	-4%	31%	227%
EPS					

負債/株主資本の割合は52%で維持している。しかし、Gemalink案件は借入を増加させるだろう。

1兆5,000億ドンの金融収益を除外すれば、税引後利益/売上高の割合は20.9%となった。

金融収益を除外すれば、GMDのPEは焼く15.26×である。

テクニクハイライト:

- ・ 現在傾向：短期的に上昇し、中期的に上昇力を維持
- ・ MACD指標：シグナル線とセンター線の上にある。
- ・ RSI指標：買いゾーンにあり、買いゾーンに引き続き推移する傾向がある。
- ・ MA：MA50が引き続き下落した以外、残りのMAは上回っている。

評価：GMDはサポート線27.45の上に累積ゾーンに推移して、2019年1月の株価の25.1から回復している。売買高は増加している。RSI指標はGMDの短中期的な上昇傾向をサポートしている。MACD指標はGMDが次の日に上昇するシグナルを示している。MAの動きは回復力が引き続き維持されると示している。GMDは売買高の増加で株価の27.45の上に推移すれば、次の抵抗線は28.45と29.8である。GMDは株価の27.45を下回れば、サポート線26.89の辺りに下落するだろう。

テクニクチャート



Nguồn: Amibroker, BSC

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>

