

# 企業アップデート

## SCS - サイゴン貨物サービス株式会社

2019年6月7日

### 推奨

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

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

|        |         |
|--------|---------|
| 目標価格   | 167,000 |
| 終値     | 160,000 |
| Upside | 4.4%    |

Lê Quốc Trung (PTKT)

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

|      |         |
|------|---------|
| 目標価格 | 175,000 |
| 損切り値 | 157,300 |

### 市場データ

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 発行済株式数 (100万株)  | 57,176  |
| 時価総額(10億 ドン)    | 9,148   |
| 過去52週間の最高値 (VN) | 186,000 |
| 過去10日の売買高 (株)   | 23,694  |
| 外国人投資家の保有率      | 25.71%  |

### 大口株主

|                   |        |
|-------------------|--------|
| Gemandept         | 32.25% |
| TCT Cảng HK VN    | 13.12% |
| CT sửa chữa MB 41 | 12.60% |
| The Ton Poh Fund  | 4.48%  |

### 価格の推移



### 企業概要

SCSは、最もダイナミックな空港であるタンソンニャット空港で航空貨物倉庫サービスを提供している3社のうちの1社です。2018年航空貨物輸送量と容量拡大について市場シェアの30%を占めたSCSは航空貨物輸送の増加傾向から恩恵を受けると見られている。

[Link](#)

### 評価

SCSは航空貨物倉庫サービスを提供する企業です。(i) 電子商取引、(ii) 急速な消費傾向、(iii) ベトナムへの海外投資の増加により、航空貨物輸送の成長傾向から恩恵を受けると見られている。タンソンニャット航空における好立地と容量拡大は、競合他社に比べてSCSの利点である。BSCは、割引率が11.6%であり、キャッシュフローの長期成長率が2.5%/年であると仮定すると、FCFF方法を基づくSCSの投資評価を「観察」と推奨し、SCSの目標価格を167,000VND/株と評価しております。この目標価格では、SCSのP/E fwが18.5倍であり、他の航空会社の平均値の12.5より高い。

### 業績予想

BSCは(1) 航空輸送貨物量が前年比8%増の22万1,435 tであり、(2) 平均輸送価格が前年比4%増となるという仮定を基づく、SCSの2019年売上高を前年比12.3%増の7,580億ドンと予想しております。人件費が前年比10%増となり、償却費が前年比わずかに減少することで、売上総利益率は78.2%から79.7%に増加する見込みだ。2019年税引後利益を前年比17%増の4,865億ドン、1株当たり利益 (EPS) が9,105VND/株、P/E fwを17.6倍と予想しております。

### 投資理論

(1) 企業は航空貨物輸送の成長から恩恵を受ける：2018年と2019年4ヶ月における航空輸送貨物総量はそれぞれ前年同期比27%増、18%増となった。タンソンニャット空港は最もダイナミックな空港の1つで、空港を通じる貨物量の成長率は2018年に22%増となった。

(2) 財務状況が良い：高い運用効率、借金なし、良いキャッシュフローという利点で、SCS高額の配当率を安定的に維持できる。

### 投資リスク

(1) 貨物ターミナル及び付帯施設は国防省の土地に建設されているため、拡大申請と新規投資は制限される可能性がある。

(2) 米中貿易戦争の予測不可能な動きは商品の流れに影響を及ぼします。

### 企業のアップデート

#### (1)2018年業績

2018年貨物総量は前年比10.1%増の20万4,943 tであり、市場シェアの30.6%を占めた。売上高が前年比14.8%増の6,754億ドンとなり、平均価格が同4.3%増となり、税引後利益が前年比20.7%増の4,157億ドンとなった。

2018年の利益配分：2018年配当は、現金配当を額面比72% (7,200VND/株相当) で実施する。そのうち、4,500VNDを支払い済み。残り分の3,700VNDを支払う。

(2) 2019年業績計画：2019年業績目標は輸送貨物量が前年比9%増の22万3,200ドンとなり、収入が同12%増の7,650億ドン、税引前利益が同15%増の5,370億ドン、現金配当が額面比45% (4,500VND/株相当) に設定されている。

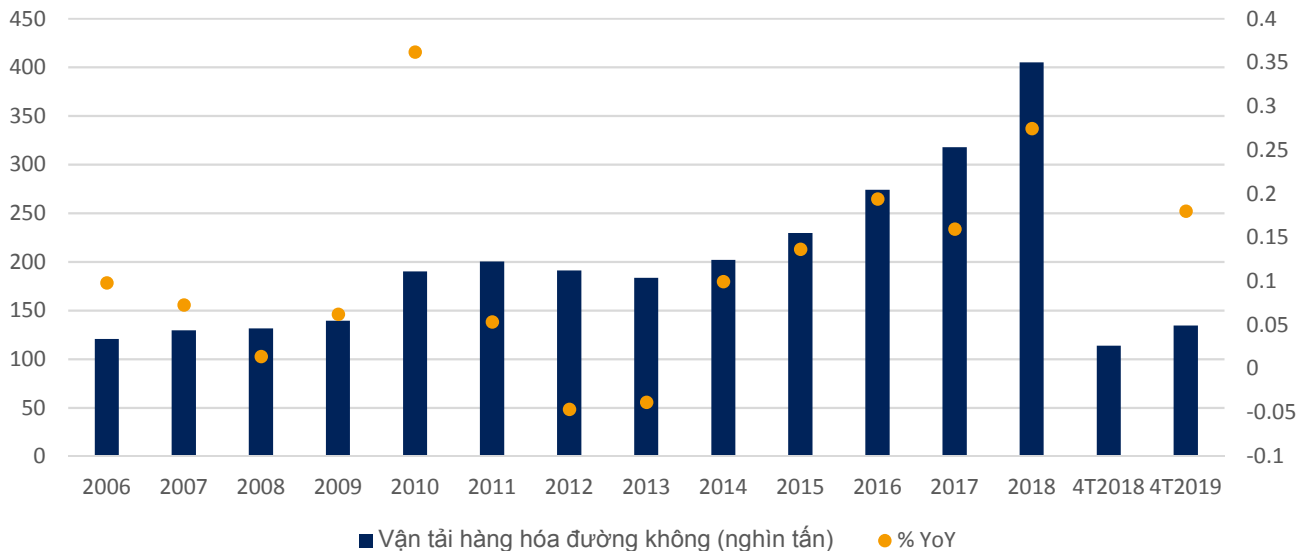
(3) 2019年第1四半期の業績：収入が前年同期比17.4%増の1,727億5,000万ドンで、ともに年間計画の22.6%を達成した。税引後利益が同16.8%増の1,064億ドンで、ともに年間計画の22.2%を達成した。

(4) 第2期貨物ターミナル、SCSC2オフィスエリアなどの拡大投資プロジェクトは2019年にまだ投資されない見込みだ。航空定食生産工場案件は、効率性と将来の投資計画を検討していることで一時的に中断する。

企業アップデート

2018年と2019年4ヶ月の航空貨物輸送量成長率はそれぞれ、前年比10.1%増、前年同期比11%増となった。

航空貨物輸送量

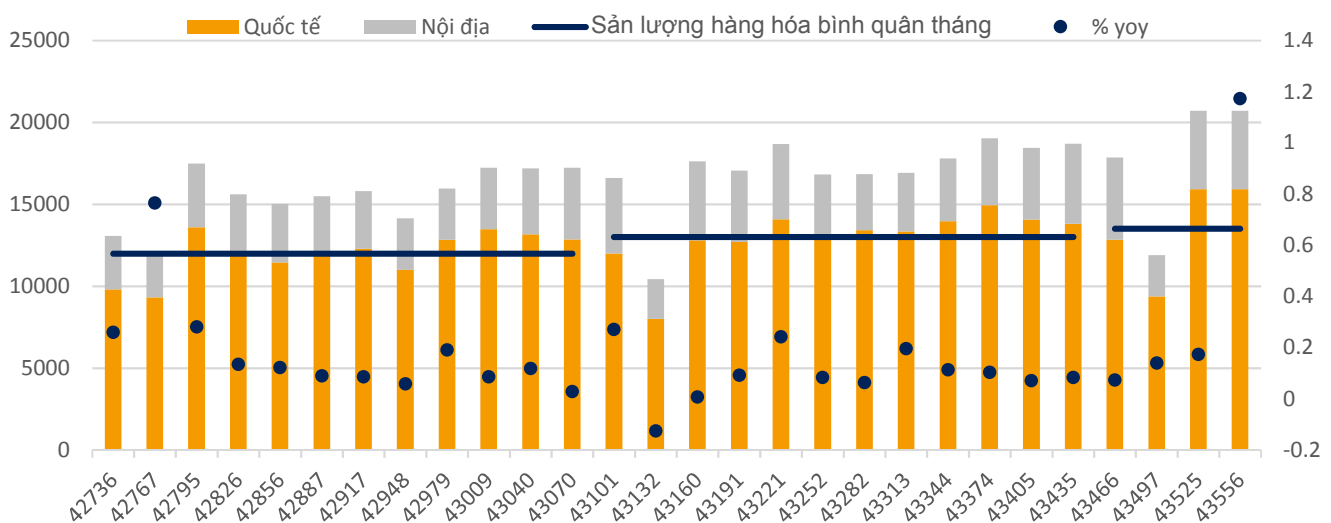


Nguồn: Tổng cục thống kê

2018年にSCSの航空貨物輸送量は前年比10.1%増の20万4,943 t、タンソンニャット空港を通じる貨物総量の30.6%を占めた。そのうち、国際貨物輸送量が同8.5%増の15万6,127 t、市場シェアの33.95%を占めた。国内貨物輸送量が同15.6%増の4万8,816 t、市場シェアがVJCの国内貨物輸送量の減少により40%から23.32%に低下した。

年内に、当社は新規顧客7社と契約を締結し済み、既存顧客と再締結した。

空港を通じるscsの貨物輸送量  
(単位:t)



ソース: SCS, BSC Research

## 業績アップデート

BSCの評価によると、2020年までに航空貨物輸送量の成長率は (i) 電子商取引、(ii) 急速消費傾向及び (iii) ベトナムへ海外投資の増加という要素を基づく年間8%~10%に増加するだろう。SCSはタンソンニャット空港で独占位置のおかげで、航空業の成長から恩恵を受けていると見られている。また、今後、タンソンニャット空港の第3ターミナルなどの空港インフラと補助工事への投資はSCSのような航空サービス企業に機会をもたらすだろう。

しかし、インフラ混雑問題を解決するために展開されていないタンソンニャット空港での滑走路の修復（2019年予定）及びタンソンニャット空港の第3ターミナル、LongThanh空港などの航空インフラ拡大投資案件はSCSの貨物輸送及び輸送量の増加に影響するだろう。

### 2019年第1四半期の業績

航空貨物輸送量は前年同期比13%増の5万458 t となった。成長原動力は国際貨物輸送量（貨物輸送量の75%を占め、同16.3%増）から由来した。平均輸送価格は、国際貨物輸送量率が73.4%から75.6%に増加したことで4.2%増となった。

### 業績予想

BSCは以下の仮定を基づくSCSの2019年売上高を前年比12.3%増の7,580億ドンと予想しております。

(1)

航空貨物輸送量は前年比8%増の22万1,345 t となり、成長原動力が国際貨物輸送量（同9%増）と国内貨物輸送量（同5%増）から由来した。

(2) 平均輸送価格は前年比4%増となる。

BSCは人件費を前年比10%増、償却費を前年比わずかに減少し、売上総利益率を78.2%から79.7%に増加させると予想しております。

BSCは2019年税引後利益を前年比17%増の4,865億ドンとし、EPSを9105VND/株、P/Efwを17.6倍と予想しております。

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh 2019-2020

|                                   | 2016 A | 2017 A | 2018 A | 2019 F | 2020 F |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Doanh thu thuần</b>            | 496    | 588    | 675    | 758    | 840    |
| Giá vốn hàng bán                  | 137    | 135    | 147    | 154    | 200    |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>              | 359    | 453    | 528    | 604    | 640    |
| Chi phí bán hàng                  | -      | -      | -      | -      | -      |
| Chi phí QLDN                      | 70     | 66     | 67     | 75     | 80     |
| <b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b> | 289    | 387    | 461    | 530    | 559    |
| Doanh thu tài chính               | 2      | 5      | 8      | 16     | 16     |
| Chi phí tài chính                 | 13     | 5      | 0      | 0      | 8      |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>       | 275    | 384    | 467    | 546    | 567    |
| Thuế TNDN                         | 30     | 40     | 51     | 59     | 62     |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>         | 245    | 344    | 416    | 486    | 505    |

Nguồn: BSC Research

平価

BSCは、2019年のEPSを9,105VND/株とし、PEを18.5倍と仮定し、FCFF方法に基づくSCSの投資評価を「観察」と推奨し、SCSの目標価格を167,000VND/株と評価しております。この目標価格では、SCSのP/E fwが18.5倍であり、他の航空会社の平均値の12.5より高いだ。

FCFF方法

| Tổng hợp giả định mô hình DCF        |      |      |      |      |                 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|-----------------|
| Chi phí vốn bình quân WACC           |      |      |      |      | 11.6%           |
| Tăng trưởng dài hạn (sau 2023)       |      |      |      |      | 1.0%            |
| Tổng hợp                             |      |      |      |      | Đơn vị: tỷ đồng |
| Năm                                  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023            |
| FCFF                                 | 551  | 616  | 690  | 747  | 854             |
| Giá trị hiện tại                     | 518  | 519  | 520  | 505  | 517             |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>          |      |      |      |      | <b>8,399</b>    |
| (+ Tiền và đầu tư ngắn hạn           |      |      |      |      | 77              |
| (-) Nợ vay ngắn và dài hạn           |      |      |      |      | 0               |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số         |      |      |      |      | -               |
| (-) Cổ phần ưu đãi                   |      |      |      |      | (72)            |
| <b>Giá trị vốn cổ phần phổ thông</b> |      |      |      |      | <b>8,405</b>    |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)   |      |      |      |      | 50.366          |
| <b>Giá trị 1 cổ phần (VND)</b>       |      |      |      |      | <b>166,876</b>  |

Nguồn: BSC Research

Bảng: Phân tích độ nhạy của định giá dòng tiền

|       |       | Giá trị 1 cổ phần (VND) |         |         |         |         |
|-------|-------|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
|       |       | Tăng trưởng dài hạn (g) |         |         |         |         |
|       |       | 1.50%                   | 2.00%   | 2.5%    | 3.00%   | 3.50%   |
| WACC: | 14.6% | 120,005                 | 123,202 | 126,662 | 130,421 | 134,517 |
|       | 13.6% | 129,570                 | 133,431 | 137,640 | 142,245 | 147,306 |
|       | 12.6% | 140,872                 | 145,604 | 150,804 | 156,545 | 162,917 |
|       | 11.6% | 154,427                 | 160,328 | 166,876 | 174,185 | 182,395 |
|       | 10.6% | 170,978                 | 178,492 | 186,932 | 196,482 | 207,375 |
|       | 9.6%  | 191,635                 | 201,455 | 212,656 | 225,552 | 240,559 |

Nguồn: BSC Research

# SCS - サイゴン貨物サービス株式会社

## 財務分析

2019年6月7日

# BSC

|                | Q1 2018    | Q2 2018    | Q3 2018    | Q4 2018    | Q1 2019    |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>売上高</b>     | <b>147</b> | <b>167</b> | <b>174</b> | <b>188</b> | <b>173</b> |
| <b>売上総利益</b>   | <b>117</b> | <b>133</b> | <b>137</b> | <b>142</b> | <b>136</b> |
| 財務収入           | 1          | 3          | 1          | 3          | 1          |
| 損切値            | (0)        | (0)        | -          | (0)        | -          |
| 借入利息           | (0)        | (0)        | -          | -          | -          |
| 販売費            | -          | -          | -          | -          | -          |
| 一般管理費          | (14)       | (15)       | (16)       | (22)       | (17)       |
| <b>営業利益/損失</b> | <b>103</b> | <b>121</b> | <b>122</b> | <b>123</b> | <b>120</b> |
| 他の収入           | (1)        | (1)        | (1)        | (0)        | (1)        |
| <b>税引前利益</b>   | <b>102</b> | <b>120</b> | <b>121</b> | <b>123</b> | <b>119</b> |
| <b>税引後利益</b>   | <b>91</b>  | <b>107</b> | <b>108</b> | <b>109</b> | <b>106</b> |
| 少数株主持分         | -          | -          | -          | -          | -          |
| 親会社株主利益        | 91         | 107        | 108        | 109        | 106        |
| EPS            |            |            |            |            |            |

収入は、航空貨物輸送量が前年比13%増の5万458 t に達したことのおかげで、前年比17.4%増となった。成長原動力が国際貨物輸送量（同16.3%増の3万8,130 t）と国内貨物輸送量（同3.7%増の1万2,328 t）から由来した。

管理費用率は9.6%から9.9%に増加した。主な原因は人件費（前年比19%増）及び外サービス費（前年比23%増）から由来した。

税引後利益が前年比16.8%増となり、税引後利益率が61.6%に達した。

|             |            |              |            |            |            |
|-------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| <b>短期資産</b> | <b>181</b> |              | <b>267</b> | <b>214</b> | <b>292</b> |
| 現金及び現金相当    | 109        | 215          | 71         | 77         | 115        |
| 短期未収金       | 70         | 67           | 193        | 133        | 173        |
| 在庫          | 0          | 0            | 0          | 0          | 0          |
| 他の短期資産      | 3          | 3            | 3          | 3          | 4          |
| <b>長期資産</b> | <b>742</b> | <b>729</b>   | <b>716</b> | <b>703</b> | <b>693</b> |
| 長期未収金       | 0          | 0            | 0          | 0          | 0          |
| 固定資産        | 569        | 557          | 547        | 536        | 527        |
| 進行中である長期資産  | 1          | 1            | 0          | 0          | 1          |
| 他の長期資産      | 67         | 67           | 67         | 67         | 66         |
| <b>総資産</b>  | <b>924</b> | <b>1,014</b> | <b>983</b> | <b>917</b> | <b>985</b> |
| <b>買掛金</b>  | <b>68</b>  | <b>224</b>   | <b>85</b>  | <b>99</b>  | <b>61</b>  |
| 短期負債        | 46         | 209          | 71         | 87         | 49         |
| 短期借入        | 5          | -            | -          | -          | -          |
| 長期負債        | 22         | 15           | 14         | 12         | 13         |
| 長期借入        | 3          | -            | -          | -          | -          |
| <b>株主資本</b> | <b>856</b> | <b>790</b>   | <b>898</b> | <b>817</b> | <b>924</b> |
| 出資資本        | 572        | 572          | 572        | 572        | 572        |
| 未処分利益       | 261        | 189          | 297        | 216        | 323        |
| <b>総資本</b>  | <b>924</b> | <b>1,014</b> | <b>983</b> | <b>917</b> | <b>985</b> |

現金及び現金相当は総資産の12%を占めた。未収金が年初比9%減となり、短期未収金が年初比2倍増の1,030億ドンとなった。特定の事業では、在庫は殆どない。

固定資産は総資産の53%を占めた。SCSは車両や機械に多額の投資をしていないため、純価値は年間原価償却と共に減少している。不動産投資は総資産の10%占めた。

買掛金は総資産の5%を占めた、主は未税金と未配当である。2019年第1四半期末の時点で借入がなかった。

当社はA41における優先株（719億ドン相当）を保有して、年間固定配当の300億ドンを受けている。

|            |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 売上高の成長率(%) | 12%   | 16%   | 18%   | 12%   | 17%   |
| 売上総利益率     | 79.2% | 79.8% | 78.8% | 75.6% | 78.9% |
| 借入費用/売上高   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 販売費用/売上高   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 管理費用/売上高   | 9.6%  | 8.9%  | 9.3%  | 11.8% | 9.9%  |
| 純利益率       | 61.9% | 64.2% | 62.4% | 58.1% | 61.6% |

売上総利益率は、ターミナルの運営費が前年比21.7%増加したことにより、79.2%から78.9%に減少したが、78.2%の2018年平均水準より高かった。

## いくつかの基本的な財務目標

Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018 Q4 2018 Q1 2019

## 1. 支払能力

|      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|
| 流動比率 | 3.94 | 1.36 | 3.76 | 2.45 | 6.01 |
| 当座比率 | 3.89 | 1.35 | 3.73 | 2.41 | 5.94 |

支払能力は安全的な水準で維持して向上された。

## 2. 資本構成

|             |      |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 短期資産 / 総資産  | 0.20 | 0.28 | 0.27 | 0.23 | 0.30 |
| 長期資産 / 総資産  | 0.80 | 0.72 | 0.73 | 0.77 | 0.70 |
| 負債比率 / 総資産  | 0.07 | 0.22 | 0.09 | 0.11 | 0.06 |
| 負債比率 / 株主資本 | 0.08 | 0.28 | 0.09 | 0.12 | 0.07 |
| 短期負債 / 総資産  | 0.05 | 0.21 | 0.07 | 0.10 | 0.05 |
| 長期負債 / 総資産  | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |

長期資産は償却より徐々に減少して、長期資産率も減少した。  
負債率は低くて、借入額が0になった。  
原資と資産の比率は差額があり、とりわけ、短期資産の25%は長期資産から調達されている。

## 3. 稼働能力

|         |        |           |        |        |        |
|---------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 棚卸資産回転率 | 46,898 | 2,708,926 | 26,438 | 49,347 | 36,024 |
| 売掛金回転率  | 10.9   | 11.7      | 10.9   | 21.3   | 10.9   |
| 買掛金回転率  | 24.5   | 31.1      | 34.6   | 26.6   | 32.6   |
| 在庫日     | 0.0    | 0.0       | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 売掛日     | 33.5   |           | 33.5   | 17.2   | 33.3   |
| 買掛日     | 14.9   | 11.8      | 10.5   | 13.7   | 11.2   |
| 現金回転率   | 18.6   | 19.5      | 23.0   | 3.5    | 22.1   |

売掛金回転率が安定的に維持して、約33日~38日の狭い変動幅で推移している。

## 4. 利益性

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税引後利益/売上高(%)  | 61.9% | 64.2% | 62.4% | 58.1% | 61.6% |
| 税引後利益/株主資本(%) | 42.2% | 52.1% | 47.7% | 49.8% | 46.7% |
| 税引後利益/総資産     | 40.1% | 40.7% | 41.9% | 45.3% | 43.1% |
| 資産運用による収益/    | 70.0% | 72.4% | 70.3% | 65.5% | 69.5% |

利益性は高い。2019年第1四半期の各種経営効率の指標は前四半期比向上した。

## 5. DuPontモデル

|          |      |      |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|------|
| 総資産/株主資本 | 1.14 | 1.26 | 1.09 | 1.10 | 1.07 |
| 収入/総資産   | 0.67 | 0.68 | 0.69 | 0.74 | 0.70 |
| EBIT/収入  | 0.67 | 0.67 | 0.68 | 0.69 | 0.69 |
| EBT/EBIT | 0.99 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 利鞘/税引前利益 | 0.90 | 0.89 | 0.89 | 0.89 | 0.89 |

## 6. 評価

|     |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| PE  | 25.9   | 20.9   | 20.4   | 21.8   | 21.5   |
| PB  | 11.1   | 10.0   | 9.1    | 11.1   | 10.0   |
| EPS | 6,431  | 6,600  | 6,974  | 7,271  | 7,538  |
| 簿価  | 14,963 | 13,813 | 15,707 | 14,293 | 16,154 |

SCSの2年間平均P/Eは22.2倍であり、他の上場航空サービス企業より結構高い。

## 7. 成長率(前年同期比)

|        |       |       |       |        |       |
|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 総資産    | -10%  | 16%   | 9%    | -7%    | 7%    |
| 負債     | 0.7%  | 11.5% | 7.8%  | -10.6% | 8.0%  |
| 売上高    | 12.5% | 16.1% | 18.4% | 12.5%  | 17.4% |
| 売上総利益率 | 15.0% | 17.8% | 19.7% | 14.4%  | 16.9% |
| 税引後利益  | 18.6% | 17.3% | 26.5% | 19.4%  | 16.8% |
| EPS    |       |       |       |        |       |

現在傾向：累積

MACD指標：上昇、シグナル線を下回る

RSI指標：中立ゾーン、買いわれ過ぎゾーンに近づく。

MA：MA20がMA50線と収束して、MA200が上昇傾向を続けている。評価

SCSは株価の160で短期累積傾向にある。SCS株は株価の160~165で短期累積傾向を形成した。売買高は累積傾向と共に僅かに減少して、反転シグナルもない。RSI指標は回復傾向をサポートしているが、MACD指標が反転傾向を示している。一目クラウドバンドが価格線と横に移していることと共に各種MAの収束は株価の動きが累積傾向を続けていると示す。

推奨

リスク愛好投資家の場合、買値は160であり、利益確定売値は175であり、損切り値は157.3である

。



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>

### Thuyết minh khuyến nghị:

**Mua Mạnh:** Lợi nhuận kì vọng cao hơn 20%  
(đã bao gồm cổ tức).

**Mua:** Lợi nhuận kì vọng từ mức 10% đến 20%  
(đã bao gồm cổ tức).

**Theo dõi:** Lợi nhuận kì vọng từ mức -15% đến 10%  
(đã bao gồm cổ tức)

**N/A:** Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

