

# 企業アップデート

## VSC -ベトナムコンテナ株式会社

2019年6月25日

# BSC

## 2019年第2四半期に回復の見込み

### 推奨 観察

#### Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

目標価格 34,600

終値 31,800

Upside 8.8%

#### Đặng Quang (PTKT)

quangd@bsc.com.vn

目標価格 45,700

損切値 35,500

### 市場データ

発行済株式数(100万株)	50.11
時価総額(10億ドン)	1,894
過去52週間の最高値(VND)	46,000
過去10日の売買高(株)	86
外国人投資家の保有率	41.02%

### 大口株主

KWE Beteiligungen AG	10.01%
CTCP Đại lý vận tải SAFI	5.00%
Vietnam Holding Limited	4.43%

### 株価の推移(1年間)



### 企業の概要

VSCは港湾、流物、貨物輸送、船管理、他の関連サービスを提供するトップ企業である。VSCはHai

Phong 県Dinh

Vu 経済団地区におけるVIP Green 港及びGreen 港を運営・管理している。

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

### 定価

BSCはP/E(50%)及びEV/EBITDA(50%)方法を基づくVSCの投資評価を「観察」と推奨し、目標価格を34600ドン/株と評価しております。

### 2019年業績予想

2019年には、BSCは、収入を前年比0.1%増の1兆6,958億ドン、税引後利益を同7%減の3,294億ドン、1株当たり利益(EPS)を4,561VND/株、P/Eを4561ドン/株、P/Eを6.9倍、P/Bを0.85倍と予想しております。BSCは、VSCの港湾帯を通じる貨物取扱量が前年比0.3%減の116万7,135TEU、うちに、Vip

Green 港での貨物取扱量が同0.5%減の65万7,025TEU、Green 港での貨物取扱量が32万TEU、Dinh Vu 湾での貨物取扱量が19万TEUと仮定しております。売上総利益率は、PTSC 湾とNam Dinh

Vu 湾の2ヶ所の港湾ターミナルを雇った時にアウトソーシングサービス費用の増加により、前年比1.6%減の27.7%となる。

### 2019年業績見通し

2019年業績見通しは、売上高が1兆5,000億ドン、税引後利益が3,060億ドンに設定されている。

リスク: (1)成長の余地があまりない。(2)Hai Phong 湾地域における競争性が高い。

### 2019年第1四半期の業績アップデート

VSCの2019年第1四半期業績は減収減益となった。原因は(1)売上総利益率が23.5%と減少した;(2)他の費用が140億ドンとなった;(3)実効税率が16.5%増となったことから由来した。2019年第1四半期には、収入は前年同期比15.5%増の4,235億ドンとなった。VSCの港湾帯を通じる貨物取扱総量が前年同期比10%増の28万TEU、うちに、VSCがPTSC 湾とNam Dinh

Vu 湾といった他の企業から雇った港湾帯を通じる貨物取扱量は84,000 TEUで、VSCの貨物取扱総量の30%を相当すると推定された。しかし、アウトソーシングされた貨物取扱量を除けば、VSCの貨物取扱量は倉庫貨物大量により前年同期比23%減の19万6,000TEUとなった。

売上総利益率は23.5%で、アウトソーシング費用の増加により前年同期の29.5%から減速した。PTSC 湾での船積み価格が前年比12.7%増となったことで、アウトソーシング費用を増加させた。そのために、アウトソーシング分野からの売上総利益率は低い水準で9.3%の見込みだ。また、2018年第2四半期の売上総利益率が34%(売上総利益の1,440億ドン相当)だった。しかし、2019年第2四半期の経営状況は多くの困難を直面することで、売上総利益率が減少すると予測された。

税引後利益は、その他の費用が138億VNDを増加したこと及び増税が予想されるため、前年同期比36.76%減の403億ドンとなった。BSCは、その他の費用は2019年第1四半期に138億3,000万ドンで、2018年第1四半期の8,613VNDから大幅に増加したと注意しております。また、2019年第1四半期の税率は16.5%で、前年同期の9.5%から増速した。そのために、純利益率は11.9%で、前年同期の20.2%から減速した。

# 企業アップデート

VSC-ベトナムコンテナ株式会社

2019年6月25日

# BSC

## 2019年第1四半期業績アップデート

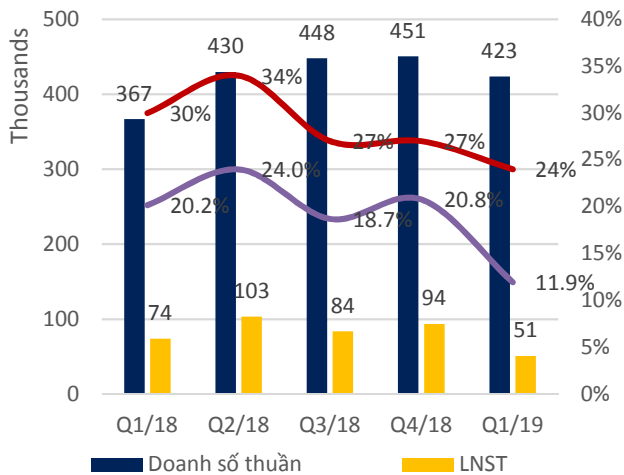
VSCの2019年第1四半期業績は減収減益となった。原因は（1）売上総利益率が23.5%と減少した；（2）他の費用が140億ドンとなった；（3）実効税率が16.5%増となったことから由来した。2019年第1四半期には、収入は前年同期比15.5%増の4,235億ドンとなった。VSCの港湾帯を通じる貨物取扱総量が前年同期比10%増の28万TEU、うちに、VSCがPTSC湾とNam Dinh Vu湾といった他の企業から雇った港湾帯を通じる貨物取扱量は84,000 TEUで、VSCの貨物取扱総量の30%を相当すると推定された。しかし、アウトソーシングされた貨物取扱量を除けば、VSCの貨物取扱量は倉庫貨物大量により前年同期比23%減の19万6,000 TEUとなった。

交通運輸省の通達第54号によると、VipGreen港での船積費が10%を増加した。2019年第1四半期には、VSCの港湾帯で各コンテナの平均船積費が前年同期比5~6%増となった。現在、DinhVu地域における港湾帯でのコンテナ船積費率は10%増加した。しかし、激しい競争のために、VipGreen港は在庫費、輸送費などその他の費用を削減する。そのために、BSCはVipGreen港とGreen港での船積費が2019年に平均6~7%増加すると評価しております。

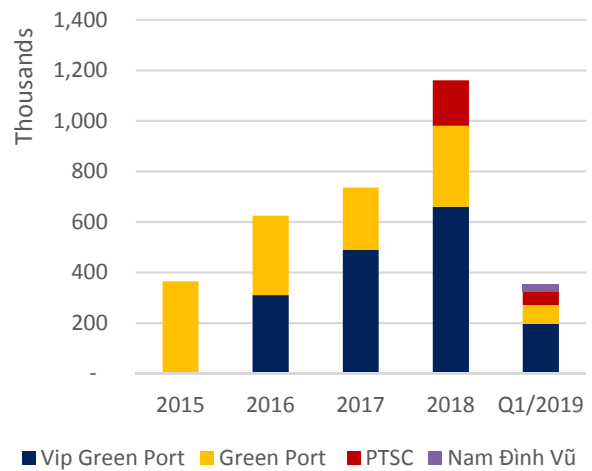
売上総利益率は23.5%で、アウトソーシング費用の増加により前年同期の29.5%から減速した。PTSC湾での船積み価格が前年比12.7%増となったことで、アウトソーシング費用を増加させた。そのために、アウトソーシング分野からの売上総利益率は低い水準で9.3%の見込みだ。また、2018年第2四半期の売上総利益率が34%（売上総利益の1,440億ドン相当）だった。しかし、2019年第2四半期の経営状況は多くの困難を直面することで、売上総利益率が減少すると予測された。

税引後利益は、その他の費用が138億VNDを増加したこと及び増税が予想されるため、前年同期比36.76%減の403億ドンとなった。BSCは、その他の費用は2019年第1四半期に138億3,000万ドンで、2018年第1四半期の8,613VNDから大幅に増加したと注意しております。また、2019年第1四半期の税率は16.5%で、前年同期の9.5%から増速した。そのために、純利益率は11.9%で、前年同期の20.2%から減速した。また、追加納税は2019年第1四半期だけ行います。また、VipGreen港は2019年に免税され、2020年から税率が10%になる。

2019年第1四半期の業績



VSCの港湾を通じる貨物取扱量(TEU)

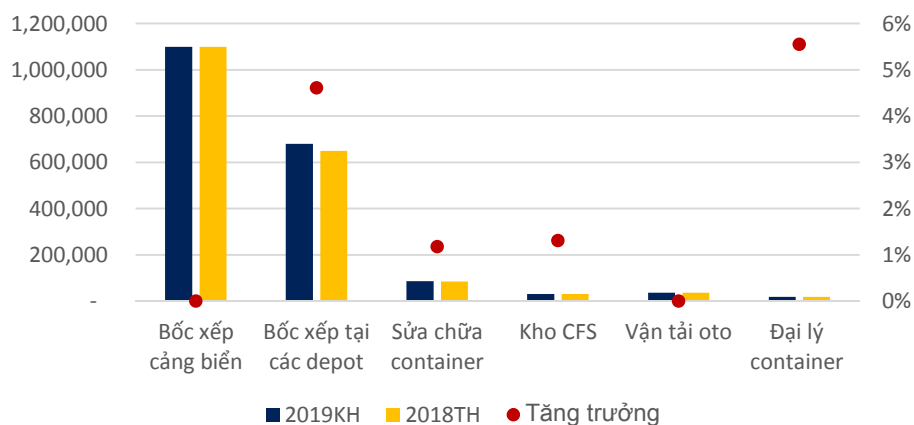


ソース: VSC, BSC Research.

2019年業績見通し

2019年業績見通しは、売上高が1兆5,000億ドン、税引後利益が3,060億ドンに設定されている。また、VSCは、港湾埠頭地域での船積量が110万TEU、コンテナ貯蔵所 (Depot) での船積量が68万TEU、修理コンテナ量が1万9,000TEU、在庫として賃貸面積が85万m<sup>3</sup>、車両で輸送貨物量が8万6,000TEU、賃貸コンテナ量が3万6,500TEUに設定しております。直近の3年間には、VSCの収入と税引後利益がそれぞれ年間計画の115%、108%を達成した。

2019年業績計画 (TEU)



ソース: VSC, BSC Research.

# 企業アップデート

VSC-ベトナムコンテナ株式会社

2019年6月25日

# BSC

## 2019年業績見通し

2019年業績見通しは、売上高が1兆5,000億ドン、税引後利益が3,060億ドンに設定されている。また、VSCは、港灣埠頭地域での船積量が110万TEU、コンテナ貯蔵所 (Depot) での船積量が68万TEU、修理コンテナ量が1万9,000TEU、在庫として賃貸面積が85万m<sup>3</sup>、車両で輸送貨物量が8万6,000TEU、賃貸コンテナ量が3万6,500TEUに設定しております。直近の3年間には、VSCの収入と税引後利益がそれぞれ年間計画の115%、108%を達成した。

## 2019年業績予想

2019年には、BSCは、収入を前年比0.1%増の1兆6,958億ドン、税引後利益を同7%減の3,294億ドン、1株当たり利益(EPS)を4,561VND/株、P/Eを4561ドン/株、P/Eを6.9倍、P/Bを0.85倍と予想しております。BSCは、VSCの港灣帯を通じる貨物取扱い量が前年比0.3%減の116万7,135TEU、うちに、Vip Green港での貨物取扱い量が同0.5%減の65万7,025TEU、Green港での貨物取扱い量が32万TEU、Dinh Vu湾での貨物取扱い量が19万TEUと仮定しております。売上総利益率は、PTSC湾とNam Dinh Vu湾の2ヶ所の港灣ターミナルを雇った時にアウトソーシングサービス費用の増加により、前年比1.6%減の27.7%となる。

現在、VipGreen港が年間貨物処理能力を上回ったこと及び、Green港がBach Dang橋の後ろ上流に設置しているので、船が港に入るのは困難という要素は、VSCの成長原動力があまりないと示した。そのために、VSCは今後の5~6年間にLach Huyen地域における2つの港灣埠頭を新規建設する計画。

また、VSCは2019年現金配当を2,000VND/株(額面比20%相当)以上支払う予定。

## 評価

BSCはP/E(50%)及びEV/EBITDA (50%) 方法を基づくGMDの投資評価を「観察」と推奨し、目標価格を34600ドン/株と評価しております。

# VSC -ベトナムコンテナ株式会社

## 財務分析

2019年6月25日

# BSC

### 財務諸表の各指標概要

	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
売上高	367	430	448	451	423
売上総利益	109	144	121	122	100
財務収入	2	2	3	3	2
財務費用	(11)	(9)	(8)	(7)	(6)
借入利息	(11)	(9)	(8)	(7)	(6)
販売費用	(4)	(8)	(7)	(6)	(6)
管理費用	(14)	(17)	(17)	(16)	(16)
営業利益／損失	81	112	93	101	74
他の収入	0	1	1	(0)	(14)
税引前利益	82	113	93	101	61
税引後利益	74	103	84	94	51
少数株主持分	10	16	11	16	10
親会社株主利益	64	87	72	78	40

#### EPS

短期資産	523	568	562	603	677
現金及び現金相当	243	255	242	283	305
短期未収金	191	216	217	201	232
在庫	18	21	22	21	21
他の短期資産	72	76	81	99	119
長期資産	1,969	1,940	1,926	1,886	1,837
長期未収金	0	0	0	0	0
固定資産	1,261	1,229	1,230	1,189	1,153
進行中である長期資産	5	11	3	8	3
他の長期資産	591	587	581	577	569
総資産	2,492	2,508	2,488	2,489	2,514
買掛金	709	691	637	545	519
短期負債	343	281	291	271	294
短期借入	112	27	10	14	10
長期負債	366	410	346	273	225
長期借入	366	410	346	273	225
株主資本	1,783	1,817	1,851	1,945	1,995
出資資本	501	501	501	501	501
未処分利益	349	282	305	382	423
総資本	2,492	2,508	2,488	2,489	2,514

売上高の成長率(%)	0	27%	27%	31%	16%
売上総利益率	30%	34%	27%	27%	24%
借入費用／売上高	3%	2%	2%	2%	1%
販売費用／売上高	1%	2%	2%	1%	2%
管理費用／売上高	3.9%	3.9%	3.7%	3.5%	3.7%
純利益率	20.2%	24.0%	18.7%	20.8%	11.9%

2019年第1四半期には、VSCの売上高は前年同期比15%増の4,230億ドンとなった。

財務費用は長期借入の減少により前年同期比45%減の60億ドンとなった。

2019年第1四半期には、他の費用が138億ドンに増加しことで、税引前利益が前年同期比25.9%減の605億ドンとなった。

2019年第1四半期の税率は16.5%で、前年同期の9.5%から増速したために、税引後利益は510億ドンで、前年同期の740億ドンから減速した。

現金と現金相当は前年同期比25%増の3,050億ドンで、VSCの当座比率が2.3 x で、前年同期の1.5 x から増速した。

港湾建設用長期借入額は前年同期比38.5%減の2,250億ドンとなった。

2019年第1四半期には、VSCの売上総利益率は港を追加外注していることで、24%に減少したが、次四半期に回復するだろう。

2019年第1四半期には、他の費用が常に1,380億ドンに増加したことで、純利益率は11.9%に減少した。

いくつかの基本的な財務指標

1. 支払能力	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
流動比率	1.53	2.02	1.93	2.22	2.30
当座比率	1.27	1.68	1.58	1.78	1.83
2. 資本構成					
短期資産/総資産	0.21	0.23	0.23	0.24	0.27
長期資産/総資産	0.79	0.77	0.77	0.76	0.73
負債比率/総資産	0.28	0.28	0.26	0.22	0.21
負債比率/株主資本	0.40	0.38	0.34	<b>0.28</b>	<b>0.26</b>
短期負債/総資産	0.14	0.11	0.12	0.11	0.12
長期負債/総資産	0.15	0.16	0.14	0.11	0.09
3. 稼働能力					
棚卸資産回転率	70.7	60	63	63	60
売掛金回転率	9.4	9	10	10	9
買掛金回転率	10.4	11	10	12	11
在庫日	5.2	6	6	6	6
売掛日	38.7	42	36	37	40
買掛日	35.1	34	37	30	33
現金回転率	8.9	14	5	12	13
4. 利益性					
税引後利益/売上高(%)	<b>20.2%</b>	24.0%	18.7%	20.8%	<b>11.9%</b>
税引後利益/株主資本(%)	17.1%	18.9%	19.0%	19.4%	17.5%
税引後利益/総資産	11.6%	12.7%	13.5%	14.2%	13.2%
資産運用による収益/売上	22.2%	26.1%	20.7%	22.4%	17.5%
5. DuPontモデル					
総資産/株主資本	1.45	1.47	1.44	1.36	1.32
収入/総資産	0.56	0.59	0.64	0.68	0.70
EBIT/収入	0.26	0.27	0.26	0.25	0.23
EBT/EBIT	0.88	0.89	0.90	0.92	0.92
利鞘/税引前利益	0.90	0.90	0.90	0.91	0.90
6. 評価					
PE	<b>7.0</b>	7.2	7.3	6.4	<b>6.5</b>
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EPS	5,102	5,570	5,746	5,995	5,527
簿価	30,579	30,818	31,259	32,808	33,613
7. 成長率(前年同期比)					
総資産	4%	1%	-4%	0%	1%
負債	12%	14%	11%	14%	12%
売上高	36%	27%	27%	31%	16%
売上総利益率	28%	38%	7%	16%	-8%
税引後利益	53%	48%	16%	27%	-32%
EPS					

現金/短期負債比率が高い水準にあることで、支払い能力が良い。

負債株主資本の比率は26%である。近い将来には、VSCは大手な案件がないので、負債の全休を支払うことができます。

純利益率が11.9%で、前年同期の20.2%から減速した。財務収益の増加のおかげで、純利益率の減少は売上総利益率よりも低い。

VSCは株価の6.5-7.xの範囲で推移して、業界の平均P/Eの8.6xより低い。そのために、BSCはVSCの株価が業界のより安い値で評価しております。

VSC\_累積

現在傾向：短期的に累積し、中期敵に下落する可能性がある。  
 MACD指標：上昇傾向、センター線の下とシグナル線の上にある。  
 RSI指標：買いゾーンにあり、このゾーンに推移する傾向がある。  
 MA線：引き続き上昇しているMA200の以外、残りのMAが引き続き下落している。

評価：VSCは株価の37.3~39.3の範囲で推移している。RSI指標はVSCの累積傾向を示した。MACD指標はVSCが次の数日に上昇する可能性があるを示した。MAの動きはVSCが短期的な累積傾向を続けて、中期的に下落する可能性があるを示した。VSCの抵抗線とサポート線はそれぞれ、45.7、35.5である。現在、VSCがMA150を超える時に、短期的な投資を検討することができます。

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 Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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>

