

海港分野

アップデート報告書

2015年04月

アドバイス

OUTPERFORM

希望価格 (ベトナムドン) **65,000**

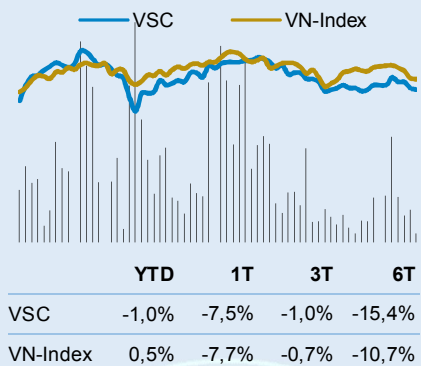
市場価格 (2015年04月08日) **49,600**

希望利益 **+31%**

株式情報

証券取引所	HSX
52週間の価格範囲	40,230-60,350
時価総額	1兆7020億ドン
流通株券数	34,374,941株
10日間の平均取引数量	15,996株
% 外国持株比率	49%
外国ルーム	49%
1株当たり配当金	1,000ドン/株
配当金/株券価格	2.02%
ベータ	0.87

価格変動



分析者

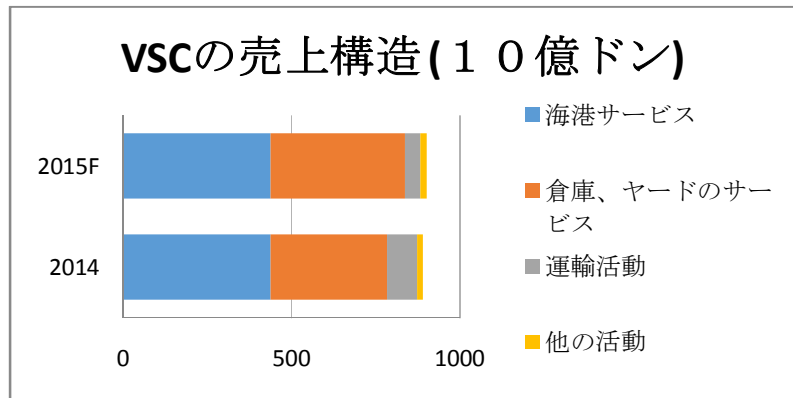
ディン・ティ・トウ・タオ (Dinh Thi Thu Thao)

(84 4) 3928 8080 内線 607

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

新港は2017年から利益を齎す

2015年展望



海港サービス

ハイ・フォンエリアで同時に新港が出るのはポートの企業を熾烈な価格競争させています。2014年にポート企業の海港サービス料金は下げ幅が2013年比5-6%となった、VSCの料金下げ幅が2-3%となりました。更に、2014年の第三四半期からGreenport港は中国の貿易引き締め対策で、中国へトランジットするコンテナ数量がなくなります。これは2014年のGreenportの実際の生産量が約可能な生産量になりました。しかし、2013年Greenportの実際の生産量が可能な生産量比15%増だった。2015年、Greenportの活動は不利なことがあって、理由は：

- いい位置がなくなっている：VSC港とDXPなどがあるハイ・アンエリアは大型船をドッキングするよう難しくなっています。これはカム川を通るハイフォン・ハノイの高速プロジェクトが運用し始めるに伴って、喫水度がディン・ヴ(Dinh Vu)ほど深くありませんから。
- 価格を競争が険しくなっている：近年、ハイフォンエリアではそんなことはあったので、企業が料金を値下がらなければなりません。
- 開発ポテンシャルがありません：2013年まで、Greenportは可能な生産量を起こしたので、VSC海港サービスの部分はVSCの成長動力ではありません。

ただし、相手方に信頼されて、ブランドがある企業の強みで、2015年VSC海港サービス部分が2014年の360,000TEU/年同等のような程度に維持することができて、売上4380億ドン、総利益1840億ドンを齎すと思います。

倉庫、ヤードのサービス

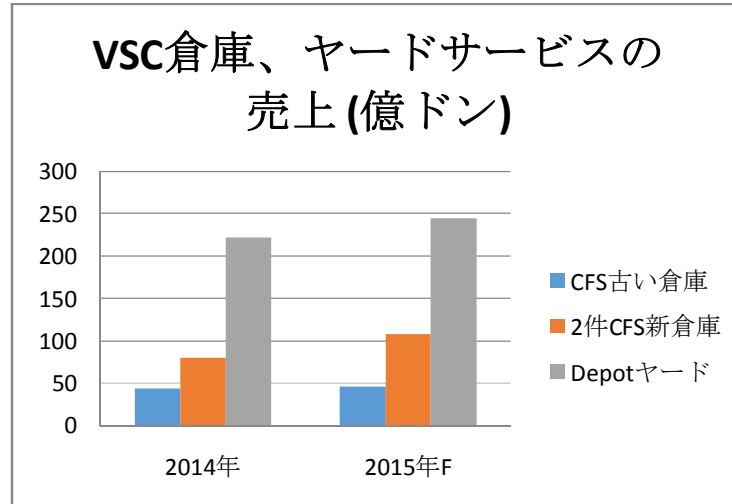
ハイフォン市からダーナン市、ホーチミン市まで、VSCの倉庫システムが張っています。面積合計は倉庫の270,000 m²、ヤードの28,000 m²であります（そのうち、一番大きい面積はViconship コンテナヤード面積の90,000 m²、ハイフォンの青ロジスティクスセンターで2件CFS倉庫の面積15,000 m²です。

2件青ロジスティクスセンター（GLC）の倉庫は2014年のVSCの成長のうち、70%で占めました。2015年にはその率は90%に増加できると予想されます。CFS倉庫から売上は1540億となり、2014年の1240億ドン比24.19%増となります。VSCによると、GLCでのCFS倉庫はCFS倉庫の準備に基づいて、設備を投資されました。ハイフォンで2件の倉庫が競争相手がありません。

逆に、Depotヤードでコンテナを開拓することはあまり変動しないと考えます。2015年のDepotヤードの操業度は230,000TEUとなり、2014年の210,000TEU比9.52%増となると予想されます。2015年のDepotヤードの売上は10%増、2450億ドンとなります。

VSCの主な倉庫の操業度			
CFS倉庫の操業度(TEU/年)	2014	2015F	YoY
CFS 1倉庫	7,000	9,500	35.71%
CFS 2倉庫	4,500	7,000	55.56%
古倉庫	6,000	6,000	0%
合計	17,500	22,500	28.57%
Depotヤードの操業度(TEU/年)	2014	2015F	YoY
Depotヤード	210,000	230,000	9.52%

倉庫とヤードにおいて、2015年には生産量がヤードの230,000TEU、倉庫の22,500TEUとなると予想されます。VSCのために売上の3990億ドンを齎して、2014年比15%増です。倉庫とヤードの活動の利益幅はかなり高く、35%ですので、VSCのために売上総利益の1400億ドンを齎すことができます。



運輸活動

VSCの運輸サービスは水路輸送とトラック輸送を含む

- **トラック輸送において:**125台トラックがあるフリートは主にハイフォン、ハノイ、ダナン線路で稼働しています。2014年に負荷を引き締める規制によって、トラック運輸事業は恩恵を受けられます。2015年には、VSCは17台コンテナ輸送のトラックを買うように320億ドンを投資する予定があつて、トラックの生産能力が2014年の540億TKMから2015年の600億TKMに増加します。
- **水路輸送において:**2014年にVSCは2台艇を清算しました。そのため、VSCの水路輸送はほとんどありませんでした。VSCはこの部分は運輸構造のうちに大きな売上を齎したが、利益が低かったです（一月間3千万から5千万までだけです）だと発表しました。そのため、2014年にこの部分の生産量は40,000TEUですが、VSCは2015年の水路輸送の目的は5,000TEUだと予定しています。

要約すると、BVSCはVSCの運輸売上が450億ドンとなり、2014年の890億ドン比約半分を占めると予想します。ただし、売上総利益幅は10%で維持すると思います。

他の活動

VSCの代理店、通関など他の活動は安定に維持されていますが、売上と利益がお粗末でした。

2015年の業績を要約

株主総会には VSC は売上 8 千億ドンで、税引く前利益 2 4 5 0 億ドンだと 2015 年の目標を設定します。ただし、上記のような意見に基づいて、私たちは VSC が売上 9 0 2 0 億ドンで、税引く後利益 2 5 2 0 億ドンで、2014 年比あまり変動しないと評価します。注意すべきである、2015 年中には、受取利息、PSP 株式予防を戻す金額、艇を清算など収益がなくなります (2014 年、この収益合計は 4 7 0 億ドンとなった)

VSC の営業展望を予想	2014	2015F	YOY
売上合計(億ドン)	891	902	1.23 %
- 海港活動から売上	438	438	0%
- 倉庫とヤード活動から売上	346	399	15.32%
- 運輸活動から売上	89	45	▽49.44%
- その他売上	18	20	11.11%
税引く前利益	302	312	3.31%
税引く後利益	248	252	1.61%
EPS	7.182	7.288	1.48%
P/E	6,89	6,79	▽1.45%

増資、VIP Greenport 港での所有率を変わること

VSC から情報によると、2015 年 04 月初に、VGP で資本金を 4 5 0 0 億ドンから 5 7 5 0 億ドンに増える計画を設定します。そのうち、重要な顧客に 1 2 5 0 億ドンを売る予定しています。したがって、プロジェクトの第一段階の時に、港を通る製品サプライを確保します。ただし、VGP で VSC の所有率が 65% から 51% に減少して、VGP 港プロジェクトから利益も減少します。

VIPGreenpot 港について情報:

- **建築時間** : 2 段階に分けます。第一段階は 2014 年 11 月から 2015 年 12 月まで、第二段階は 6 月間で 2016 年初から 2016 年半ばまで張ります。
- **投下資本** : VSC はプロジェクトのため投下資本が約 1 兆 3 千億ドンと予想します。そのうち、3 5 0 0 億ドンの土地利用の費用が含む 7 千億ドンの銀行融資を使用します。7 千億ドンの借入金額は Vietcombank ハイフォン銀行から VSC と VIPCo が保証された借入金です。条件は 1 0 年期間、第一年の金利が 6.8%、翌年の金利が +1.8% の変動金利です。
- **ポートの規模** : VIP Greenport 港はディン・ヴ エリアにあつて、面積が

153,000 m²、位置が PTCS ディン・ヴと同じです。2埠頭があって、長さ合計が 440 m、幅が 25 m の、負荷が 25,000~30,000 トンある船が寄港できます。2 クレーン橋は 45 トン吊り上げ能力を持っています。第一埠頭は 260m の長さである、2015 年 12 月末から運用し始めます。第二埠頭は 180m の長さである、2016 年の第三四半期から運用し始めます。最大操業度は 540,000TEU/年となることができます。VIP Greenport 港の倉庫、ヤードシステムの面積は 140,000 m²です。

- **競争優位:** VIP Greenport 港は近代的な設備を投資されて、荷役能力が高く、早くし、大きい倉庫システムがあります。また、VIP Greenport 港は便利な位置があって、ハイフオンのディン・ヴ エリアにあるし、川に近く、ので（喫水度：10.5m）、大きな負荷がる船を受けることができます。ハノイからハイフオンまで 5 目通りを建築する時に、大型船はハイアン エリアでの港に入ることは難しく（Greenport, DXP, Hai An 港など大きな港がある）、ディン・ヴ エリアでの VIP Greenpor 港、ナン・ハイ・ディン・ヴ港、PTSC ディン・ヴ港などが恩恵を受けます。更に、VSC は海港を管理経験を有している、いい顧客ネットワークがあります。VSC は 2014 年 11 月に、プロジェクトの第一段階のための十分な顧客数量を探しました。

- **競争リスク:** ハイフオン港に製品通る需要がだんだん増加していますが、企業が多くになっているので、価格について廉潔競争が必ずです。私たちによると、VIP Greenport 港の主な相手はディン・ヴ港（DVP）、GMD のナン・ハイ・ディン・ヴ港、PSP の PTSC ディン・ヴ港だと思えます。

現在、VSC は PSP の大きな株主です。青港が最大操業度で稼働した、大型船を受けることができないので、一部の青港の製品が PTSC ディン・ヴ港に移動されました。今後、この顧客が VIP Greenport 港に移動されます。PTSC ディン・ヴ港と比べたら、VIP Greenport 港は負荷がより大きい船をうけることができ、荷役能力がより高いので、優位性がより多いです。更に、新港を完了しながら、VSC は PSP から資本を売却する計画を立てています。そのため、VIP Greenport 港は PTSC ディン・ヴ港により優位性が多いです。

GMD の DVP とナン・ハイ・ディン・ヴ港において、各海港の優位性は同じだと思えます。なぜなら、マネージャーがたくさん海港を開発における経験を持った、位置と設備も同じです。したがって、競争能力を向上するように、VSC は料金を約 3%/年で減少する可能性があります。

- **活動結果:** 上記のような評価によって、私たちは 2019 年まで VIP Greenport 港が第一段階の最大生産能力で稼働して（300,000TEU/年）、第二段階の可能な生産量の一部を始めると思えます。2020 年までプロジェクトの最大生産能力で稼働します（540,000TEU/年）。売上総利益幅は

年々向上させます。BVSCの計算によると、プロジェクトのNPVが8320億ドンと達して、回収時間が10年間です。

年	2015	2016	2017	2018	2019	2020
第一段階						
海港を開拓効率 (%)	0%	60%	80%	90%	100%	100%
海港を通る品物数量(TEU/年)	-	162,000	216,000	270,000	300,000	300,000
売上(10億ドン)	0	197	263	328	365	365
売上総利益(10億ドン)	0	39	66	99	128	146
第二段階						
海港を開拓効率(%)	0%	60%	60%	80%	90%	100%
海港を通る品物数量(TEU/年)	-	72,000	144,000	192,000	216,000	240,000
売上(10億ドン)	-	88	175	234	263	292
売上総利益(10億ドン)	-	-	35	47	66	88
2段階合計						
海港を開拓効率(%)	0%	43%	67%	86%	96%	100%
海港を通る品物数量(TEU/年)	-	234,000	360,000	462,000	516,000	540,000
売上(10億ドン)	-	285	438	562	628	657
総利益幅	0%	14%	23%	26%	31%	36%
売上総利益	-	39	101	145	193	234
税引く後利益	-	(17)	45	91	143	187

アドバイス

2015年に、VSCの成長へ一番大きな貢献は倉庫やヤードの活動からのです。2件CFS倉庫はまだ最大生産能力まで稼動していません。2015年にはVSCに対して、大変な期間です。新港を完了し、コスト減少し、他の投資を制限しなければなりません。2015年のVSCの営業成長率は2014年比1-2%増だけです。

長期において、VIP Greenport港が稼動したら、VSCの高度成長になります。理由はハイフォンエリアで製品を運輸重要が大きくて、VIP Greenport港の優位性があるのです。ただし、2016年には、VIP Greenport港が稼動し始めて、効果がまだありません。2014年から、VSCの成長へVGPの貢献は浮かびます。

VSCの現在の価格は49,500ドン/株です。2017年から新港プロジェクトがVSCのために成長するように機会を齎す希望によって、私たちはVSC株式としてOUTPERFORMのアドバイスを出します。目標価格は65,000ドン/株です。ただし、BVSCは上記のような理由なので、2015年はまだVSC株式を投資するように適当な時間ではありません。

報告を説明

希望価格：企業の活動、可能性の要素、発展展望、企業のリスクを分析に基づいて、株式の穏当な価値を決定します。希望価値を決定するように方法は割引キャッシュ・フロー法(FCFE, FCFF, DDM);、NAV 法、指標に基づく比較法(P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..).業界、企業、株式品質によって、穏当に使用する方法を選択します。更に、目的な価値を決定することは市場センチメントに影響されることができます。

BVSC アドバイスのシステム

差率によってアドバイスの5レベルがあります。たび四半期あと、BVSC は企業を評価したら、アドバイスが変わられます。

アドバイスのレベル	
アドバイス	意味
OUTPERFORM	市場価格は 希望価格より 安い もっと 15%
NEUTRAL	市場価格は 希望価格より 安い 0% - 15%
UNDERPERFORM	希望価格は市場価格より 安い



注意

この報告の情報は手堅いと言われる情報ですが、BVSCは絶対に正しさを守りません。すべて意見は分析者の意見です。

目的は情報を提供することだけです。投資家は参考するようにこの報告書を使用した方がいいです。

BVSCは投資家として参加しますので、投資家に対する利益相反が可能性があります

分析と諮問部

バオベトセキュリティーズ ベトナム

本社：8レ・タイ・ト、ホアン・キム、ハノイ

電話番号：(84 4) 3 928 8080

ファックス：(844) 3 928 9888

支店：8階、233 ドン・コイ、1区、ホーチミン市

電話番号：(84 8) 3 914 6888

ファックス：(84 8) 3 914 7999